

⑥ 经济学家系列
Economists

刘煜辉 著

大通胀与再平衡

“后危机时代”的抉择

经济刺激后遗症正在显现，中国经济结构如何再平衡？
全球货币泛滥已成定局，大通胀要如何面对？



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

VISIT...

LANZAROTE Caliente.com

目录

自序|Preface
第一部分
再平衡
全球经济再平衡的猜想
“低增长、低利率、高通胀”时期的到来
“高储蓄”之惑
“仰之弥高、钻之弥坚”的经济转型
世界留给中国的时间和好运气不多
最好不要再次阻止经济的自然减速
人民币汇改成功的关键在于突破结构性痼疾
人民币汇率升值的压力源自投资的经济
牺牲了家庭，中国如何再平衡？
“十二五”期间国有资本应该战略性撤退
第二部分
通胀与滞涨
中国通胀的逻辑演进与治理困局
求赎大通胀
伯南克的“不道德”
唯有主动减速应对量化宽松
周小川心中的“池子”是什么？
如何看待全球和中国的通胀前景？
资产泡沫之后必是滞胀
滞胀隐现
中国或会容忍更低的经济增长和更高的通货膨胀
无奈的弱美元
第三部分
“宽货币”与泡沫
中国“宽货币”终结的内外条件
中国货币扩张的退出
看不出泡沫“软着陆”的前景
重读朱总理离任时的经济嘱托
中国的资产泡沫向纵深挺进
灰色收入与中国房地产泡沫

中国房地产泡沫如何了结？
第四部分
地方政府融资平台的“幽灵”
清理地方政府融资平台债务的宏观成本
地方政府融资平台大调查（2010）

自序|Preface

很少有人想到，这么快（一年多的时间），世界经济就从炙热的世界金融危机中走了出来，这一切皆拜赐于史无前例的全球政府空前一致的货币、财政刺激。

20世纪30年代的那场大萧条告诉我们，不救会有多么不好，但是救呢，也没有答案，所以是史无前例的。当世界经济出现迅速反弹时，人们以为世界金融危机已经远去，经济学家们也开始憧憬下一轮经济周期的重启。然而就在此时，反危机的扩张性财政政策和货币政策的后遗症也开始逐步显现：以政府部门的“杠杆化”抵消私人部门“去杠杆化”；以大规模货币刺激去为金融机构与金融市场“补血”，并没有解决危机的深层次根源，却引发了金融风险的财政化和金融风险的货币化。2010年的上半年是欧洲主权债务危机，下半年又打起了全球“货币混战”。

发达国家新一轮的量化宽松货币政策（QE2）给全球经济带来了无尽的动荡。第二轮量化宽松货币政策所释放的货币和信用跑不到真实经济里面去，都跑到哪里去了呢？一部分（可能是大部分）在全球金融货币市场（尤其是债市和衍生金融市场）自我循环，一部分跑到大宗商品市场，一部分以“热钱”的形式进入新兴国家的资产市场（楼市和股市）。所以我们看到全球经济呈现出相当怪异的现象，实体经济总体委靡不振，但石油价格再次攀升到每桶80美元，铜价上涨到每吨8 000美元以上，超越了危机前，创了新高，美国股市又回到了2008年9月雷曼兄弟公司倒闭前的水平。以传统消费者物价指数衡量的全球通胀水平处于很低的水平，但很多新兴市场国家的资产价格却剧烈飙升（譬如中国楼市），通胀预期急剧恶化（譬如当下的印度和中国）。

所以我在想这本书的书名时，一直在斟酌是用“后危机”还是“危机后”。最后之所以决定用“后危机”，而不用“危机后”，是因为我坚定地认为危机还没有过去，我不太相信反危机中不断出现的向好指标能够持续，世界经济能重回过去数十年的“黄金时代”。

记得反危机刚开始时，经济学家们热烈地争议着未来世界经济复苏的各种形态，V形、W形、U形、L形等各种说法莫衷一是。现在他们都偃旗息鼓了。

经济运行有其自身的规律。根据经典的周期理论，“繁荣—衰退—萧条—复苏”是经济运行必经的4个过程。我不能确定，全球经济是否可以不经过萧条就直接由衰退转向复苏。

经济学家熊彼特在其名著《经济发展理论》的第六章中专门论述了萧条出现的必然性。萧条其实是经济进行自我疗伤的一个必然过程。有了萧条，未来的繁荣才会更健康。在政治周期的短视目标下，政治家的干预其实是通过“抽大烟”改变经济的自然规律，于是萧条不常出现，取而代之的却是衰退结束得更快，但复苏却不得不延后。

经济要走出危机，必须出现熊彼特式的“破坏性创造”，它来自于对既有资源配置结构的根本性调整，从而产生出新的经济模式和财富创造方式。

具体地讲，美国必须完成回归实体经济的“再工业化”。“再工业化”也绝非回归传统制造业，而是基于实体创新的制药业，替代能源、使用新能源或者节约能源的绿色汽车业为核心的所谓低碳经济模式。美国是领导型经济，它必须恢复其“重构、创新和再投资”的体制活力，为全球经济的下一个长周期设计驱动机。

而中国，则要适时地抓住全球经济格局变化的机遇，加快对国内的政治经济体系进行锐意改革：加快居民、政府、企业以及居民与居民之间的财富分配上的调整，挖掘国内需求；减少垄断、放松行政管制；最大限度地释放改革的制度红利，降低过剩储蓄，实现向内需主导的转型，为全球经济创造“净需求”。

这就是我在本书中要讲的和希望看到的“再平衡”。

很遗憾，现行规则和秩序的“黏性”太强了，我们很难看到全球经济向着希望的轨道前行。

美国特别偏好使用货币政策来解决其经济问题，而不管政策是否有效。这种习惯来自于所谓的“美元的结构性权力”。因为当今全球经济体系的许多规则和制度的制定都与作为世界货币的美元密切相关，没有其他力量能够改变这一点，也没有力量能够制衡美国的行为。美国愿做的总会做，即使在别人看来，其行为已经近乎疯狂。应该讲，作为一种润滑剂，美元为全球经济体系的扩张提供了信用基础，作为唯一驱动全球经济增长的“净需求”的提供者，它让被美元捆绑的全球经济由此踏上了

失衡的征程。

由于贸易分工和金融分工不断深化，美国、亚洲新兴国家、石油生产国就成为全球经济结构失衡的三极。后两类国家靠输出廉价商品、劳务和资源，创造了大量的“商品美元”和“石油美元”，形成了“美元—商品美元—石油美元”的三角关系，使全球供需和分工体系维系在“脆弱的平衡”上。全球经济一旦美元化就无法与之脱钩，似乎成为一个不可逆的过程。在这样的背景下，新兴国家的金融自主性将面临着长期的根本性挑战。

未来的情景或只有两种。

一是全球弱势货币竞赛已不可避免。当市场理性预期显灵而致美元失控，将迎来美元和美元债务的抛售狂潮，大宗商品和贵金属成为避险的天堂，债务市场的崩溃将拖垮美国经济。届时美国联邦储备委员会（以下简称美联储）可能别无选择，只能加息。全球资本流向的逆转将刺破泡沫，终结全球资产大通胀的盛宴。

二是在美国结构性调整曙光初现前，全球经济将长时间泡在流动性的“汪洋”之中。外部世界将继续忍受着弱美元的“盘剥”，被动地等待着美国“再工业化”结构调整的完成，但一旦美元重获支撑而进入长期上涨趋势，被推向资产泡沫化的新兴国家将会一片狼藉。

无论哪种情景，“后危机时代”等着我们的都将是“大通胀”。

中国如何逃出此“生死劫”？中国如何求赎？这是我在本书中非常想和大家探讨的事情。

非常感谢蓝狮子财经出版中心的帮助和愉快的合作。在我的研究生涯中，曾得益于许多良师益友的指导和帮助，特别是我所供职的单位—中国社会科学院，那里汇聚了诸多德高望重的前辈先贤，他们对国际宏观经济问题的深刻洞察与理解，以及无与伦比的政策经验一直深深地影响着我。

刘煜辉

2010年11月5日于北京黄寺

第一部分

再平衡

全球经济再平衡的猜想

关于全球经济失衡的流行词是所谓的“中美国”（Chimerica），或者说是“中美互补”，这个词最早是由哈佛大学的历史学教授弗格森提出的，之后获得了广泛的认同。

但是中国的高层似乎对这个词并不感冒，因为这个说法常常被华盛顿利用，成为其推卸危机责任的借口。危机后，我们经常看到美国的财经高官出来不断地攻击中国的高储蓄。

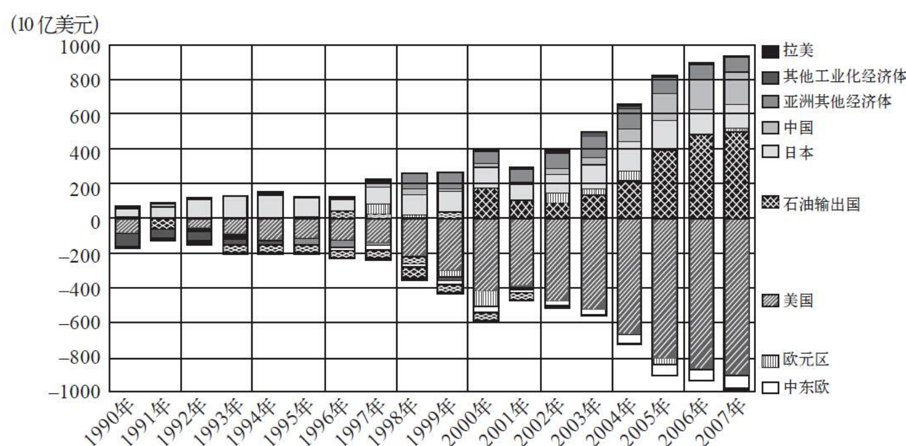


图 1–1　1990 年以来主要经济体的经常项目差额

资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》和《贸易统计》及欧洲央行工作人员的估算

客观上讲，如果抛开一些政治的干扰，这个提法基本上还是成立的。

我们不能简单地将“中美国”理解为中国的实力已经达到了可以与美国平起平坐的地位，要知道中国举国的消费才抵得上美国加利福尼亚州一个州的总消费；中国、日本、德国和印度四国的消费总和才只能抵上美国消费的70%；简单计算，美国家庭储蓄率上升5个百分点，中国便需要增加40个点的消费来平衡，显然两国实力是不可能对等的。

“中美国”事实上只是描述了在全球化过程中中美两国各自所扮演的奇特经济角色：美国这个典型的“过度消费”大国需要大量“外供”，而中国这个典型的“超低消费”大国需要大量“外需”，于是双方便形成了“镜像互补”。

尽管在美国的经常项目逆差中，中国并不是最大的贡献者（石油美元循环构成了美国经常项目逆差的最大项），但是中国却是2003年以后美国逆差增量的最大提供者（贡献率接近70％）。2008年，中国对美国出口占美国进口份额的20％以上，中国对美国的贸易顺差占到了美国贸易逆差的45％。

在相当长的一段时间内，所有的参与者都从这个模式中获益。

《华尔街日报》曾有篇文章将国家按照近十几年的全球经济模式分为三类：“知识生产的头脑国家”、“物资生产的躯干国家”和“资源供应的手脚国家”。

以美国为代表的“知识生产的头脑国家”，以其极其发达的金融系统为全球配置资源，由于中国输出通缩，极大地满足了美国消费者的福利；同时中国输出储蓄，所以美国的长期利率一段时间内被压制在低位（特别是2004年中期后美联储开始启动17次的加息周期，但在很长一段时间内美国的长期利率却并不随之上升，美国的利率期限结构呈现罕见的驼峰状，这一现象被认为是中国输出储蓄造成的），而股市、楼市上升使得美国家庭获得了资产型储蓄，产生了财富效应。

以中国为代表的“物资生产的躯干国家”，承接了世界工厂的角色，获得了巨额的贸易，“重商主义”的经济模式实现了最现实的好处，经济总量的快速增长支持了社会的稳定。2001～2007年，中国国内生产总值中出口份额从20%跃至36％，几乎翻了一番，而同期全球国内生产总值中出口份额也从24%升至31％。换句话说，中国对时机的把握近乎完美。

以俄罗斯、巴西、澳大利亚为代表的“资源供应的手脚国家”，受到以中国为代表的新兴经济体强劲的产能扩张的推动，不仅出口大增，而且价格上升，分享了全球化的红利。

世界经济不是跑得很好吗，怎么后来就出问题了？哪个环节出了问题？我们还能回到过去吗？

换个视角看从失衡到危机

带着这些疑问，我们必须换个视角看失衡。

回归基础的供求分析框架，最近10年，全球总供给能力全面上升主要得益于两个因素：全球化的红利扩散和网络信息技术的溢出效应。同时网络信息技术的推广使用，又进一步推动了全球化的发展，两者相得益彰。所以，我们会发现，原有的工业生产方式几乎完全被重构：跨国公司接管了全球的产供销链条。

尽管要素有国界，但资本却可以以光速在全球金融市场中穿梭，可以迅速地在地球上的任何一个角落找到最合适的劳动力和要素资源相结合生产出产品，然后极其便利地被运送到任何一个有购买能力的人手中。在全球各行各业活跃的沃尔玛式的巨头渔网式地搜索下，理论上可以使全球的生产商都能被推到生产函数的边界上。

但在总供给上升的同时，全球总需求结构却在恶化。

作为全球需求的驱动机，低工资和低工资增长率使得美国雇员报酬在可支配收入中所占份额长期下降。

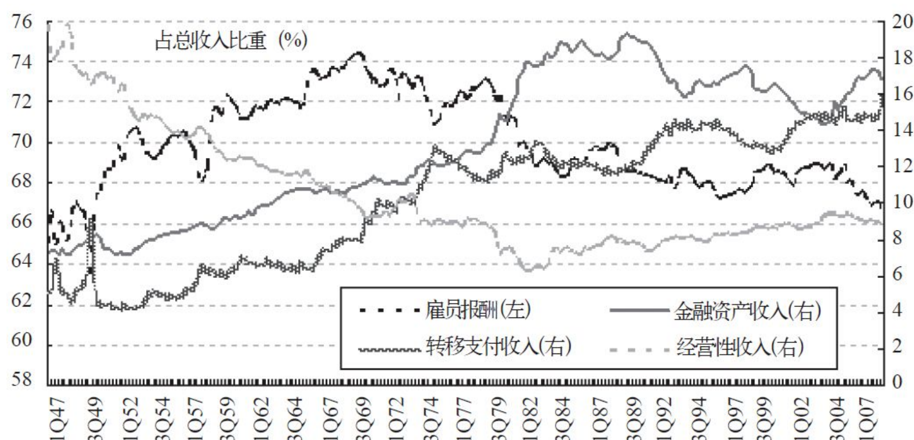


图 1–2　美国的家庭收入结构的变化

注：1Q47 表示 1947 年第一季度，3Q49 表示 1949 年第三季度……以此类推。

资料来源：CEIC

对于普通的美国中低收入劳动者而言，全球化带来的劳动力的替代和竞争使得其同雇主议价的能力大幅减弱。这一情况所导致的结果就是，美国的中低收入劳动者在近30年的全球化不断推进的过程中，工资性收入始终无法得到有效增加。

全球化在某种程度上就是美国“去工业化”的过程，大量的制造业工人开始转向低端服务业（建筑、零售、休闲），而低端服务业的工资水平却远低于制造业。

因此，21世纪以来，美国的工资增长率显著低于劳动生产率的改善。

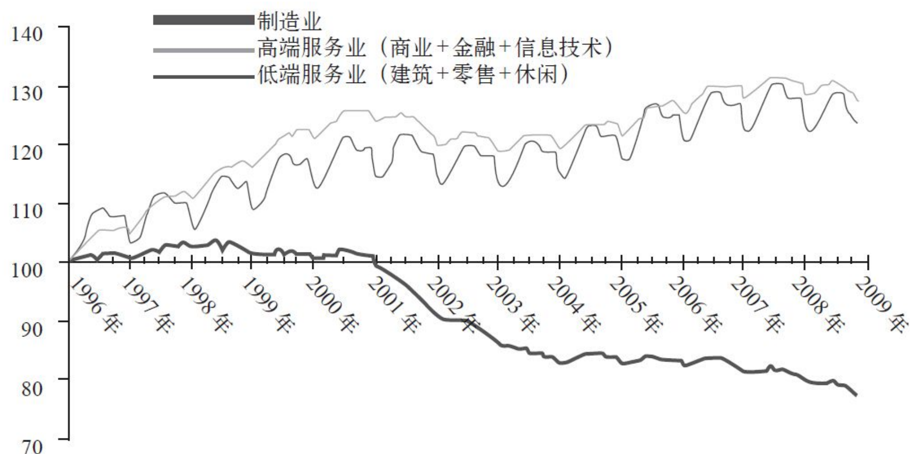


图 1–3　美国就业结构（1996：1 ＝ 100）

资料来源：美联储、美国供应管理协会、美国服务业联合会

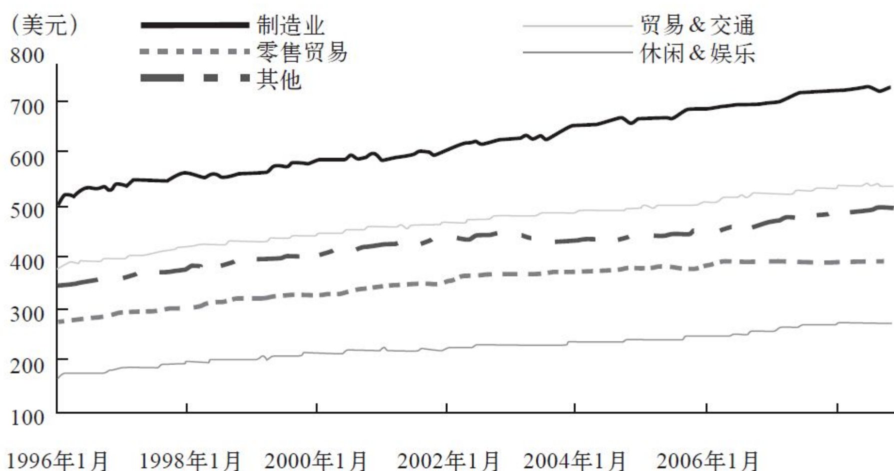


图 1–4　美国制造业和低端服务业周工资水平比较

资料来源：美联储、美国供应管理协会、美国服务业联合会

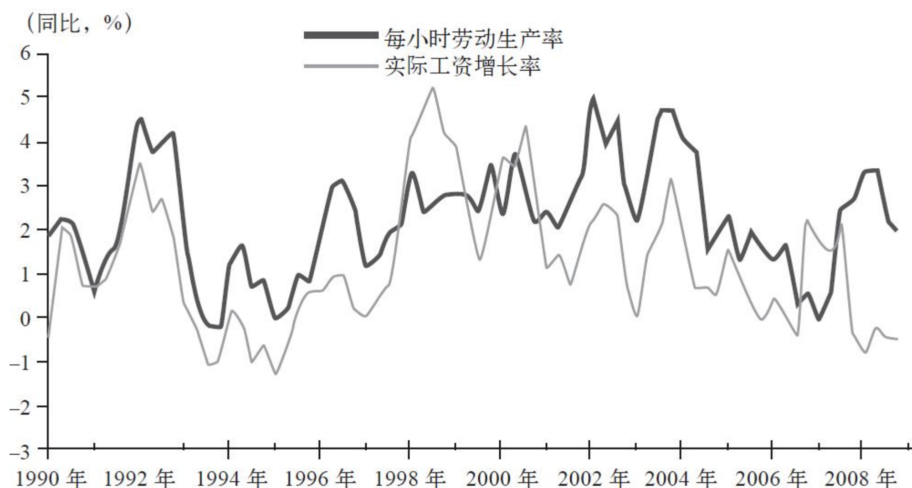


图 1–5　美国劳动生产率与实际工资增长率比较

资料来源：美国Datastream公司、美国服务业联合会

贫富差距的加大导致了有效需求的不足，因此“新经济”后美国经济增长动力明显趋缓，经济增长率落到了长期（10年）移动平均线之下。这之后虽有全球化的红利发酵，虽有强烈的信贷杠杆的刺激，却依旧无法改变经济增长动力的疲弱。

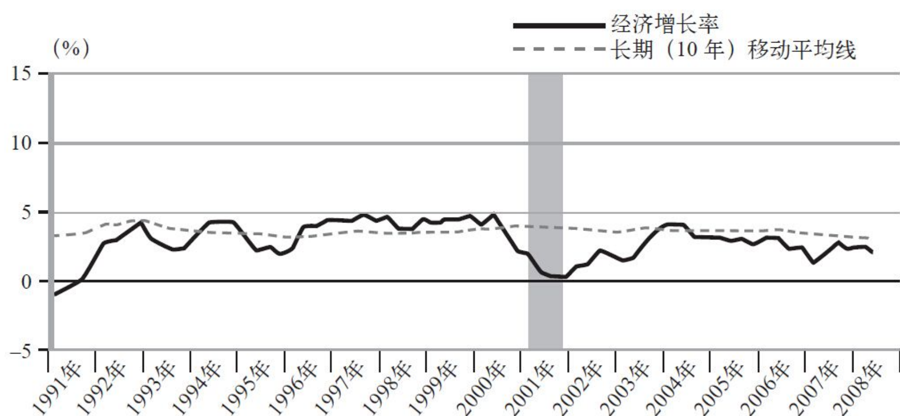


图 1–6　20 世纪 90 年代以来美国经济的增长

资料来源：国际货币基金组织

对于美国来讲，“去工业化”（全球化）的结果必然是走向杠杆化和去监管化，或者说是金融自由化。利用其高效复杂的金融体系制造资产膨胀来弥补经济增长的长期动力的衰竭。

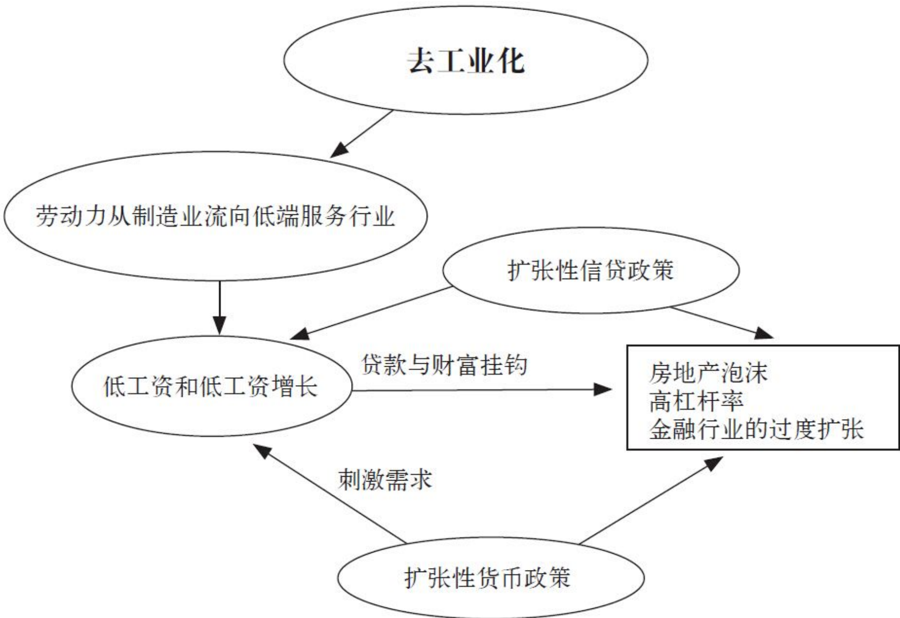


图 1–7　“去工业化”（全球化）走向杠杆化

同时，金融自由化客观上又强化了美元本位，使得20世纪90年代以来在泛太平洋事实上重建了布雷顿森林体系II，于是美国可以充分借用他国的储蓄。而布雷顿森林体系复位的实质是新兴国家不仅成了美国的工厂，也成了美国的银行。

只要美国长期保持低利率，以低廉的成本向消费者提供信贷并供其消费，而其他国家将其获得的贸易顺差收入以投资的方式流回美国（所谓石油美元循环和商品美元循环），其他国家的大规模生产也能够保证其通胀水平不至于出现显著上升，从而使得美国的低利率水平得以长期维持。这就是众所熟知的“全球化”。

美国人希望的最理想状态是：货币通胀和资产通胀持续推动经济的增长，但是物价不能通胀。所以它需要一个对冲，而中国是最佳的通缩

输出国。近十几年来，中国的人工成本与人工效率之比一直在下降。更重要的是，中国是政府主导型经济，各级政府几乎垄断了经济增长所需的全部要素和资源。只要他们愿意，在理论上都可以通过将要素及资源价格降至最低来支持投资的扩张。随着资本密集化程度急升，意味着资本劳动比下降，国内收入形不成购买力才能极大地满足美国家庭的消费扩张。这是一枚硬币的两面。

但是，中国又是有着资源和能源瓶颈的国家，无法对冲资源和能源等大宗商品价格的上涨，中国制造的价格虽然可以通过压制劳工的报酬而缓慢上涨，但产能的扩张却推动着油价和资源价格飙升。而美国本身是最大的石油消费国，油价事实上构成了物价通胀的核心。

尽管中国在供给通缩的角色上扮演得非常卖力，但黄金模式终究还是遇到了绕不过去的坎儿：油价受不了。2004年1月～2006年7月，油价从每桶30美元飙升至75美元，涨幅达到了150%，于是美联储于2004年中期启动了长达17次的加息周期。

随后：

1.利率的升高，使得资产价格下跌；

2.资产价格一旦下跌，美国的负债问题就遭到了彻底暴露；

3.美国负债问题的暴露，使得银行坏账增加、信贷冻结，消费能力随之开始大幅下滑；

4.中国的出口遭到重大影响，国内就业压力大幅增加，内需进一步走软。

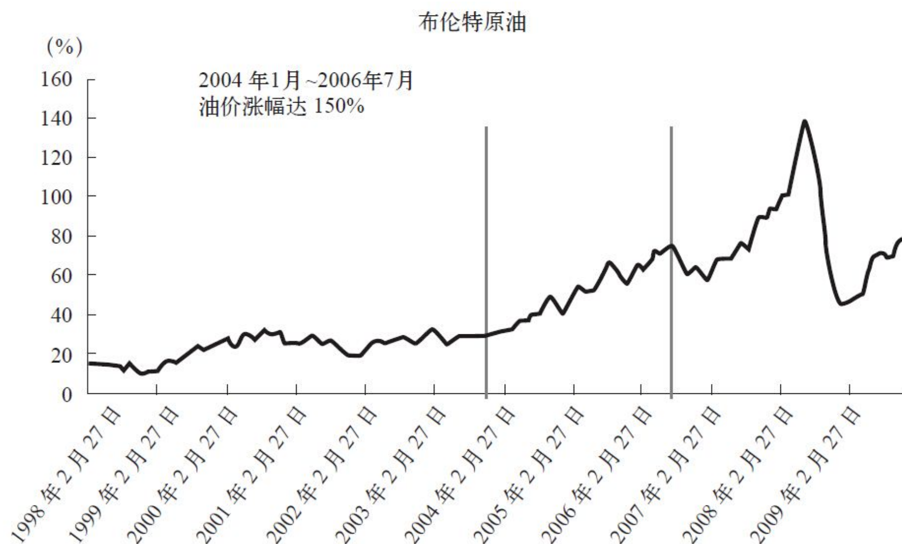


图 1–8　2004~2006 年的石油价格飙升

资料来源：万得资讯

以上就是20世纪90年代以来的经济周期从产生到高峰再到破灭的全过程。

再平衡的方向是“再工业化”

失衡终至危机，无法持续，所以现在大家开始讨论再平衡。那么，再平衡的方向在哪里呢？

简单直观的想法就是给全球经济做减法，给美国需求做减法，给中国产出做减法。全球经济要彻底改变依赖美国的信贷消费模式，这意味着要发生大的经济倒退。

现在看来，所谓“消费者去杠杆”是一条再平衡的“死胡同”，根本无法带领美国经济走向平衡。

“消费者去杠杆”所产生的被动储蓄很难持续提高储蓄率、降低负债率。所以我们会看到，虽然美国家庭储蓄率在提高，但负债率却不降，因为“节衣缩食”式的被动储蓄→消费↓→企业利润↓→失业↑→收入↓，负

债率（负债/可支配收入）的分子分母都在做减法。

从这个意义上讲，未来的再平衡应该不会是一种颠覆，而是一种修复。换句话说，全球化不可逆。过去十几年的全球分工体系中的贸易分工和金融分工推动了世界经济和财富的增长，再平衡是通过对失衡的修正，使全球化模式能长久持续。

因此，未来再平衡的方向必须解决两个问题：一是让全球需求结构得到改善而更加均衡，即必须回到能增加可支配收入的轨道；二是要突破资源和能源瓶颈，这样货币和资产价格可以上升，但油价却可以不涨。

需求的结构要重新走向均衡、可支配收入要重归增长，必须重新呼唤“企业家精神”，需要出现“熊彼特式”的创业活动的集群式迸发。因此，“再工业化”是美国再平衡的唯一选择。

“再工业化”绝非美国的海外工厂回归（美国劳力成本畸高，全球化已经不可逆），而是再造一个新“实体”。结合要突破资源和能源的瓶颈，“再工业化”的方向事实上已经呼之欲出—以新能源、新材料为代表的低碳经济形态。美国人大打“碳金融”牌之心昭然，奥巴马会在世界气候大会快结束的时候要硬闯中、印、巴三国领导人的会场，为争取达成协议而进行着最后努力。

弱美元是实现再平衡的战略安排

弱美元是完成“再工业化”的必要制度保障。靠政府加杠杆（债务激增）来减轻家庭和企业部门去杠杆的痛苦，这样美元必然长期疲弱。

弱美元能够增加“美国制造”的竞争力，缩减美国经常项目赤字，美国今天比历史上的任何时候都需要出口驱动型增长。

美国庞大的对外投资随着美元贬值而获得巨大的资本盈余，也能最快速地降低净债务率。

更关键的是，弱美元将整体抬高传统工业领域的运营成本。换句话说，只有传统的资源和能源泡在“水中”，才能从根本上保证大量的投资源源不断地进入低碳，并充分保证这些投资的安全。

只有“再工业化”才能实现可支配收入增长之路，只有新的财富出现才能减少家庭和国家的负债率，“消费者去杠杆”是条死胡同，未来再平衡只能这样选择，这是战略。所以，在美国完成新的战略布局之前，全球经济将长时间泡在流动性的“汪洋”之中。

再造新经济形态或是一个泡沫化的过程

在政策和规则保护下，新产业形成超额利润→新经济的股权泡沫化→资金成本低廉→大量投资被引致新经济行业→形成过度投资和竞争→规模经济开始出现→超额利润消失，回归全社会平均利润水平→泡沫破裂→但新经济的溢出效应开始出现，又成为经济下一步持续增长的动力。

当然，以上的逻辑必须有个前提：弱美元必须可控。现在看来，还是存在这个可能的。

一是当下美元的汇率很大程度上是靠人民币的“软钉住”来维持的。全球最大的钉住美元的超级经济体一旦抛弃美元锚，美元的跌势就很可能会加速。这将给可控的弱美元政策带来无尽的麻烦。在美元风雨飘摇之际，人民币的钉住在某种程度上是对美元最大的帮助。

而对于中国而言，最需要的是经济和就业的稳定，出口恢复能顶住政府投资日益递减的情况。尽管中国跟那些将货币挂钩于美元的国家一样，必然要以“进口”越来越严重的资产泡沫和物价通胀作为代价。但总的来说，在一段时间内，双方还是在各取所需。

二是全球需求衰退期的高库存将抵消掉美元贬值所引发的通胀效应，商品特别是油价一旦过了70美元/桶以后，涨升动力就显得非常犹豫，尽管黄金价格在飙涨。

三是盖特纳和伯南克为缓解通胀预期使出浑身解数，伯南克可以不断地讲他的退出策略，盖特纳可以调节财政开支的节奏，将困难尽可能后移。2009年年初美国国会预算办公室（CBO）测算2009年和2010年发债规模将各达2.56万亿美元和1.14万亿美元。而整个2009财年，美国财政部发债实际执行速度为：2008年第四季度5 690亿美元、2009年第一季度4 990亿美元、2009年第二季度3 430亿美元、2009年第三季度4 060亿美元。除去一些借新还旧，美国在2009财年整整少发了近1万亿美

元的国债，这意味着把更重的负担移到了2010年以后。但是，口头的欺骗和幻觉对于市场投资者贪婪和侥幸的天性总是奏效。

四是在全球化背景下，新兴市场提前货币紧缩政策的外溢性总是能够帮助弱美元走得更远，中国等新兴国家先后退场使得通胀或被压制，毕竟在最近一年中，全球基础原料增量的贡献九成都来自于这些国家。

五是高福利的欧洲对于美元贬值对其经济负面效应的高度忍耐力，使得它们不太可能加入货币竞相贬值的游戏，从而导致通胀失控。

最本质的原因还在于现行的国际货币体制还未到寿终正寝的时候，当下世界上没有一个国家能在现实中摆脱理论上的“特里芬困境”，储备货币发行国无法在为世界提供流动性的同时确保币值的稳定。当下盛行的“脱钩论”其实是虚妄的，非储备货币国家之间根本就形成不了真正的贸易平衡。任何一个国家一旦出现持续逆差，就会采取限制进口鼓励出口的措施，而各国共同使用这些措施的结果，就会抑制国际贸易量的增长。也就是说，必然需要某个国家出来作为一个持续的贸易逆差国，才能实现国际贸易量的稳定快速增长。道理非常简单，因为对于非储备货币国家而言，连续的贸易逆差意味着其外汇储备将快速耗尽，因而其持续逆差就变得不可持续。因此，只有储备货币国家，才可以持续维持贸易逆差，因为其在外贸中所需支付的只是本国央行和财政部发行的货币，而非外汇储备。从这个意义上说，当下的中国乃至全球跟美国都是系在一条绳上的，把美元推倒了，世界将一片混乱。

因此，未来可能出现的场景或许只有两个：

一是市场理性预期的显灵而导致美元贬值的失控，为此美联储不得不提前启动不太情愿的加息周期，世界经济或将进入混沌的“滞胀”状态，油价依然高企，而所谓的经济复苏又将归于沉寂；

二是外部世界继续忍受着弱美元的“盘剥”，被动地等待着美国“再工业化”结构调整的完成，但一旦美元重获支撑而进入长期上涨趋势，被推向资产泡沫化的新兴市场将会一片狼藉。

（2009年12月12日）

“低增长、低利率、高通胀”时期的到来

为应对国际金融危机和严重经济衰退，世界主要经济体采取了强有力的财政和金融支持政策。各国空前的金融救援和经济刺激措施释放了大规模流动性，短时间内将经济从谷底拉起，正当大家憧憬下一轮周期的重启之时，新的危机已经悄然开始累积势能。

虽然美欧经济的“无就业复苏”像雾又像风，似有实无。但全球资本、大宗商品市场和新兴国家早已成了对冲基金的“天堂”。随着全球经济复苏，资产泡沫可能成为下一个脆弱链条。

由于经济刺激措施的巨额投入，全球经济整体上处于严重负债状态，很多国家政府面临较大财政预算压力。欧元区总体赤字可能会超过国内生产总值的7%；日本国债已达10万亿美元，其公共债务占国内生产总值的180%；在美国，联邦政府2010财年赤字将达1.6万亿美元，占国内生产总值的10.6%，也是第二次世界大战以来的最高比例。截至2010年年底，全球各国负债总额突破37万亿美元。迪拜债务危机后，高赤字、高债务经济体相继陷入主权债务危机。

“后危机时代”的全球经济将驶向何方？

欧洲：大危机没有，小麻烦不断

遭遇危机的欧元区成员国要想顺利地走出来是相当不容易的。

7　500亿欧元拯救资金的动用均与国际货币基金组织的贷款条件挂钩，这意味着遭遇危机的成员国要想获得外部援助，必须与希腊政府一样，承诺在短期内大幅削减财政支出，以将未来的财政赤字与债务规模降低至可控水平。

大家都冀望20世纪90年代东亚国家迅速走出流动性危机冲击的奇迹再度出现，但却人事已非。

一是全球的强劲需求不再，全球化碰到了真正的坎儿。美欧经济此次不知道要蛰伏多久。

二是货币不可能大幅贬值。欧元区（货币同盟）最大的问题是，统一了金融却没有统一财政，因此当一国财政出现困境时就无法通过自主的货币贬值来化解风险。而这是当年韩国和东南亚能够走出困境的关键中的关键。

三是生产型国家在遭遇流动性冲击后，经济实体化和较强的工业部门成为经济抗击打的弹性所在。当流动性退潮，成本下降，制造业部门竞争力就会变强，经济承压后很快就能恢复均衡，这对企业家精神的激发是有利的，对扩大就业也是有利的。

四是东亚人对于国家和民族具有强烈的认同感，忍耐痛苦的能力非凡，而自由民主的欧洲即使削减一点儿福利，也会激发激烈的政治动荡。

此外，陷入危机的国家债务偿付的负担还在后面。比如希腊，2010年并非其债务偿付高峰（2010年希腊本息偿付负担总计160亿欧元），而未来两三年其每年的偿付负担都是2010年的两倍左右。财政平衡若不能如预期达标，就会一直被美国的评级公司拿出来说事。

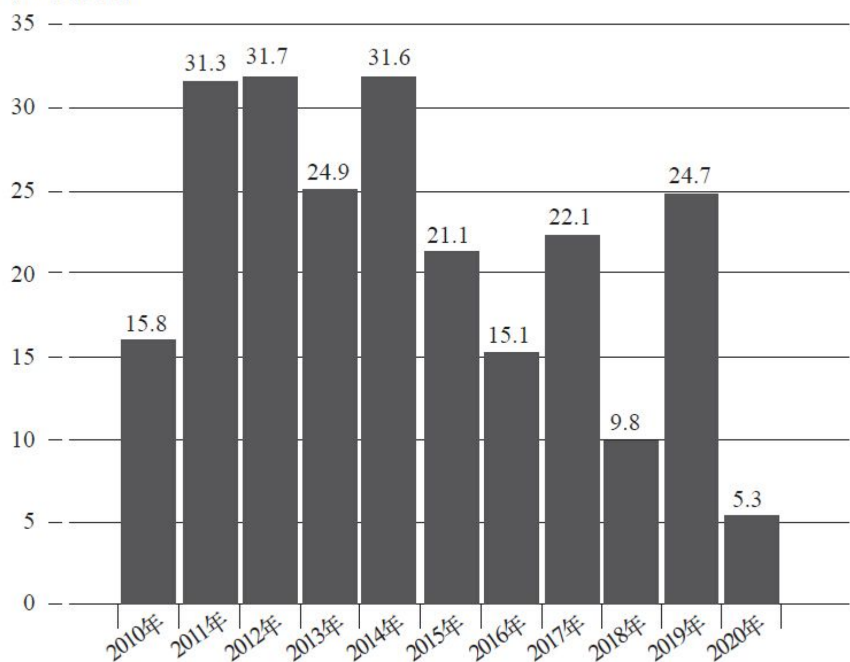


图 1–9　希腊在 2010~2020 年到期的债券

注：2010 年为 2010 年 4 月 29 日后数字。

资料来源：彭博社

所以，这些国家的主权评级每次被下调时，欧元区银行和金融市场的神经就得被敲打一下。因为欧元区中持续多年的套利活动（低息的西欧银行都喜欢把大量的资金贷到高息的东南欧），使得德、法、英国的银行体系中集聚了大量的“欧猪五国”[1] 的债权（公共债务1 800亿欧元，私人部门债务高达3万亿欧元）。评级下调则意味着资产的重估。

没完没了地敲打，使得欧洲的银行体系不时地收缩，投资和消费很难进入持续复苏的轨道。

迫于形势，“严谨”的欧洲人也学会了量化宽松。正是由于欧洲央行在危机爆发后立即敞开了融资窗口，用收购危机深重成员国国债的方式为它们融资，至少成功地压制了这场危机。

美国：不一样的衰退

过了两年，全球的经济学家对于此轮危机演变的判断才逐步趋于一致。这的确不同于第二次世界大战之后任何一次经济的周期性调整，或只有从20世纪30年代那一次大萧条中才能找到某些相似之处。

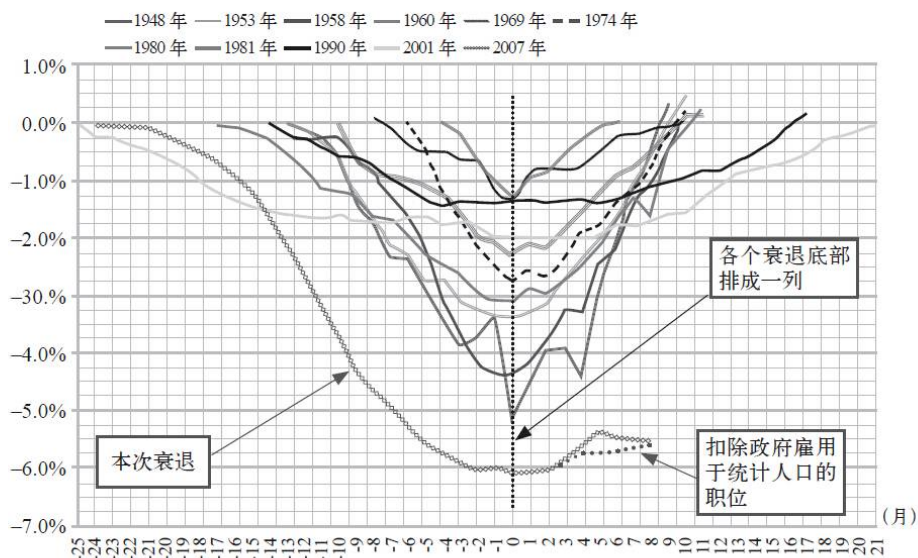


图 1–10　第二次世界大战后美国历次经济衰退失业率的变化

资料来源：www.calculatedriskblog.com

危机至今已经30多个月了，就业始终拉不起来，即使在2010年下半年美国政府还提供了50万个临时就业岗位（美国经济大普查开始），失业率也未见明显下降。这是第二次世界大战结束之后从来没有过的，过去完成复苏的最长一次调整周期也就耗时18个月。

当下美国手中可选的要素的确太少，除了金融。美国人工成本比新兴国家高几十倍，比其他发达国家都高，经济竞争力短期提振只能从汇率和利率着手。但美元单边主义政策已导致货币信用和国际汇率体系的稳定受到严重冲击，欧元、日元等主要货币都放弃了作为国际“货币锚”的责任，各国汇率进入汇率的“价值重估期”。

美联储在2010年9月初宣布要实施第二轮的货币刺激政策（其实该政策在3个月前就开始了）,紧接着在不到一周时间内,奥巴马政府也宣布了基于第二轮政府刺激政策的3　000亿美元的减税方案和500亿美元的基础减税投资计划。

日本受不了了，日本央行入市干预，2010年10月5日宣布降息。

欧洲也受不了了，欧洲央行行长特里谢于2010年10月17日表示目前利率是合适的，现在并非退出国债购买计划的时机。

新兴市场深陷水深火热之中，当美欧核心通胀率还在低位徘徊时，印度的通胀率已经升到了两位数，中国内地和香港的楼市泡沫升了级。各国纷纷正在或者准备干预外汇市场，因此“货币战争”的说法不胫而走。

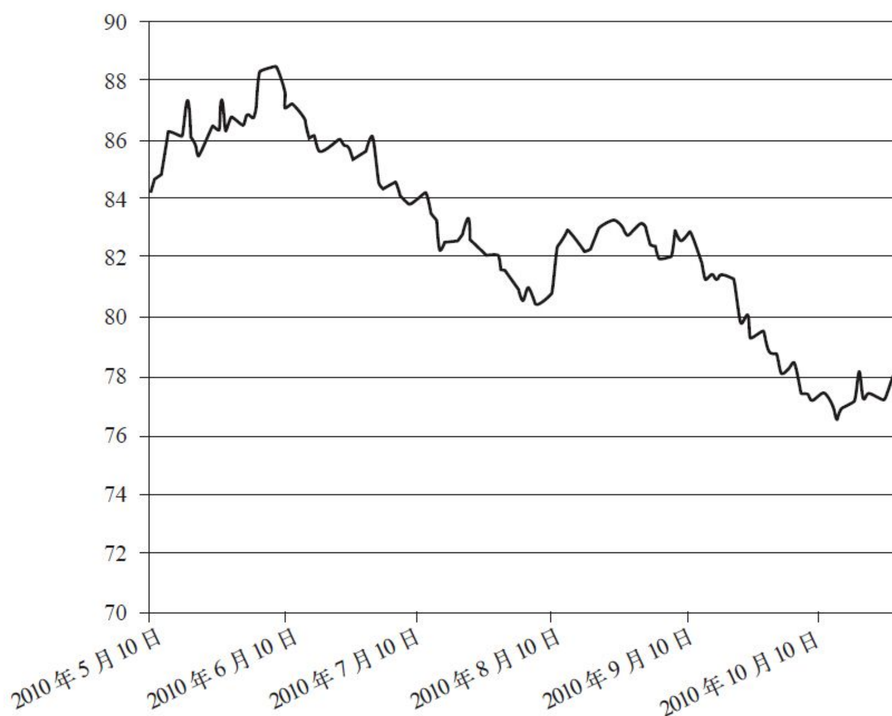


图 1–11　美元指数

资料来源：彭博社

资料来源：彭博社

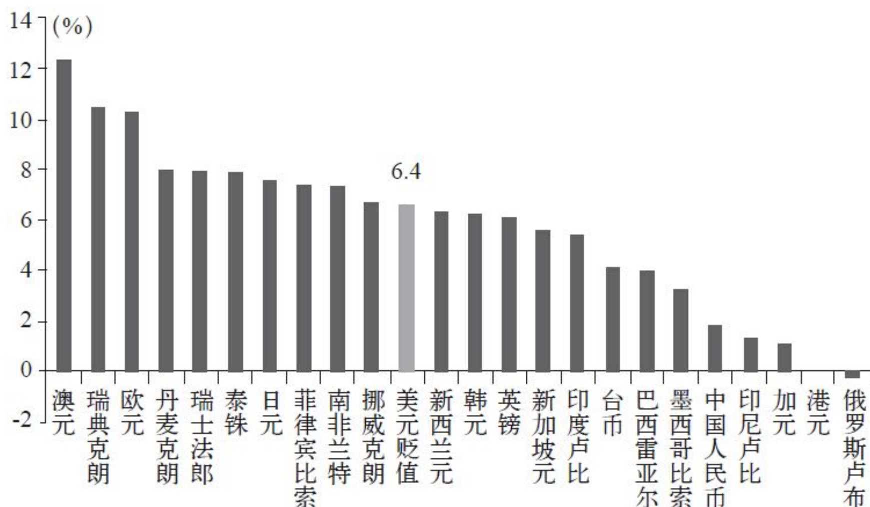


图 1–12　全球主要货币近期相对美元的涨幅

资料来源：彭博社

量化宽松的政策预期引导大量钱向资产走

过去4个月美元指数大幅下跌，发达国家的新一轮的量化宽松货币政策（QE2）给全球经济带来了无尽的动荡。发达国家长期的经济增长率在放慢，资产回报率在下降，投资机会在减少。第二轮量化宽松货币政策所释放的货币和信用跑不到真实经济里面去，都跑到哪里去了呢？一部分（可能是大部分）在全球金融货币市场（尤其是债市和衍生金融市场）自我循环，一部分跑到大宗商品市场，一部分以“热钱”的形式进入新兴国家的资产市场（楼市和股市）。所以我们看到全球经济呈现出相当怪异的现象，实体经济总体委靡不振，但石油价格再次攀升到每桶80美元，铜价上涨到每吨8 000美元以上，超越了危机前，创了新高，美国股市又回到了2008年9月雷曼兄弟公司倒闭前的水平。以传统消费者物价指数衡量的全球通胀水平处于很低的水平，但很多新兴市场国家的资产价格却剧烈飙升（譬如中国楼市），通胀预期急剧恶化（譬如当下的

印度和中国）。

所以波罗的海干散货指数与反映大宗商品价格走势的美国商品研究局期货价格指数呈现背离走势，当干散货指数低企之时，期货价格指数已经接近世界金融危机前的新高。这完全是流动性推动的上涨，金融市场未来将动荡不已，或是对冲基金的天堂。



图 1–13　波罗的海干散货指数与大宗商品价格走势对比

资料来源：www.investmenttools.com

量化宽松政策的目的很明确——托房价

从2007年年中至今，美国住宅价格下降了40%，商业地产价格下降了40%以上，没有任何止跌迹象。

从需求看，美国按揭户负资产率已经高达24%，根据美国房地产协会调查，若当下美国房价反弹10%，有意愿卖出房屋的数量高达2 000万

栋。这是一个庞大的"影子库存"，将死死压制房价反弹。起因皆为20世纪90年代中期~2006年期间，美国人建了太多超出实际需求的房子。

从供给看，银行不愿再干按揭的活儿，可以理解。尽管纸面上的财务报表还可以，但是银行家们心里清楚，这全靠2009年4月美国政府更改会计制度准许美国的银行不须以市价计算持有的资产。但美国住宅楼宇及商业楼宇急跌40%，毕竟是不容抵赖的事实。全美银行体系按揭余额与抵押物的实际估值现在差了4万亿美元。如果重新回到盯市规则（Market to Market），不知有多少家银行要被打穿。

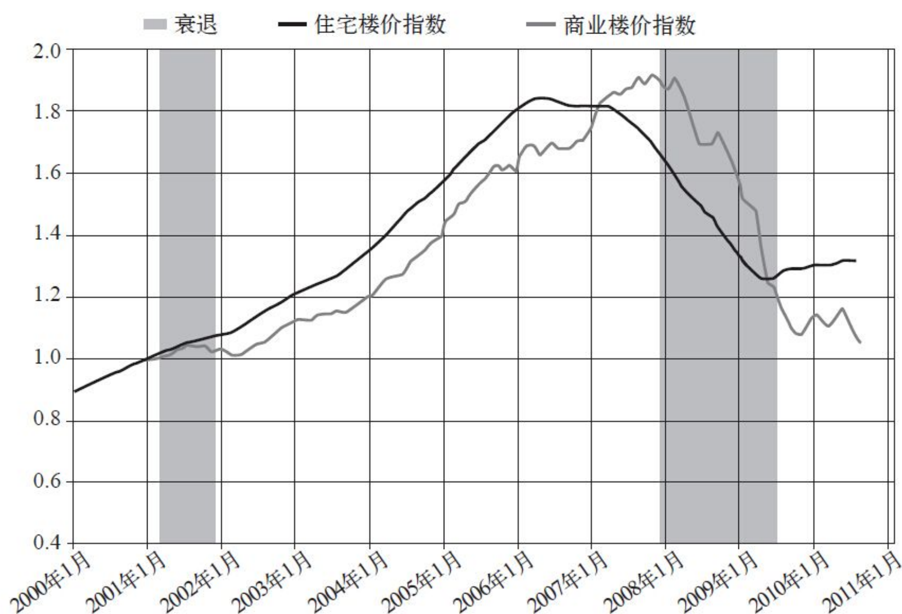


图 1–14　美国住宅楼价及商业楼价指数

注：以 2000 年 12 月价格为标准。

资料来源：www.calculatedriskblog.com

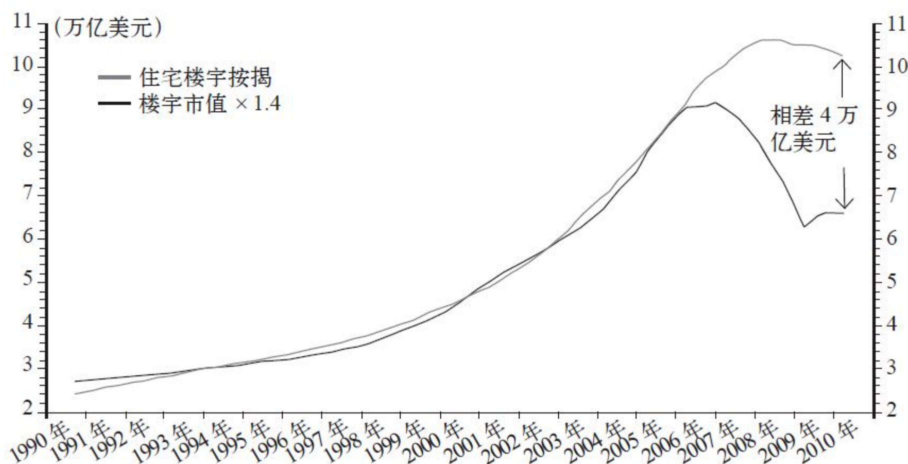


图 1–15 美国住宅楼宇按揭与楼宇市值

注：数据更新至 2010 年 3 月 31 日。

资料来源：美国房地产数据机构 First American Corelogic 公司

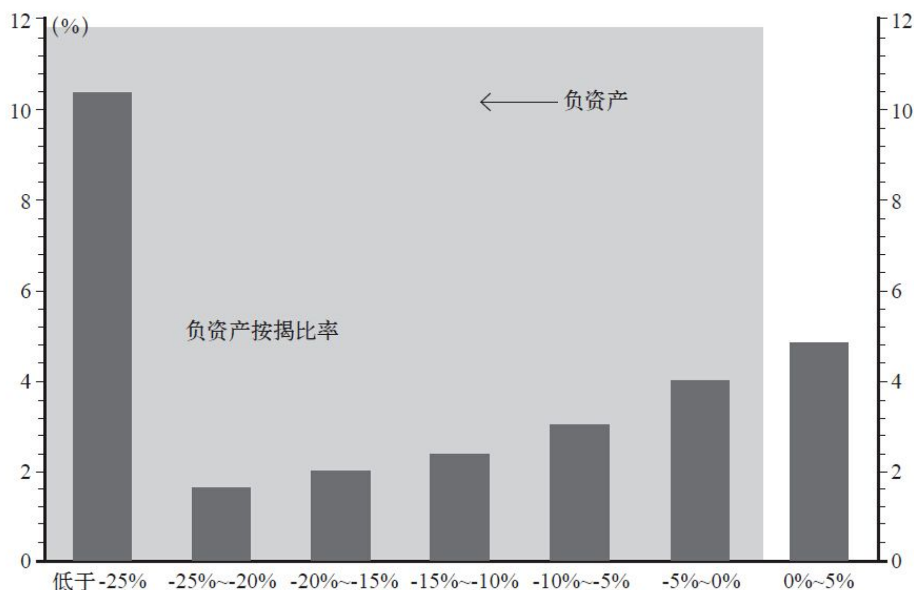


图 1–16 美国住宅楼宇按揭负资产状况

注：数据更新至 2010 年 3 月 31 日。

资料来源：美国房地产数据机构 First American Corelogic 公司

表 1–1　美国楼宇按揭状况

美国楼宇按揭		%
全部	47 674 187	
负资产	11 276 900	23.7
接近负资产	2 337 937	4.9

注：数据更新至 2010 年 3 月 31 日。

资料来源：美国房地产数据机构 First American Corelogic 公司

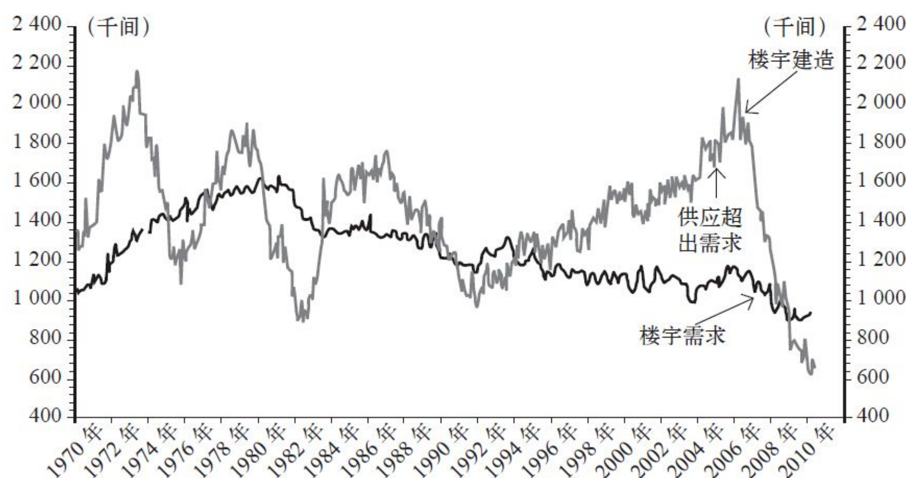


图 1–17　美国 1970~2010 年楼宇供需状况

注：数据更新至 2010 年 3 月 31 日。

资料来源：美国房地产数据机构 First American Corelogic 公司

银行不干活儿，按揭市场的资金几乎全靠政府供给（96.5%），美联储如果不能不断收购“两房”[2] 的债券（印钱），或为政策提供资金，让政府无限量地购买“两房”的优先股，美国楼市怎么办？

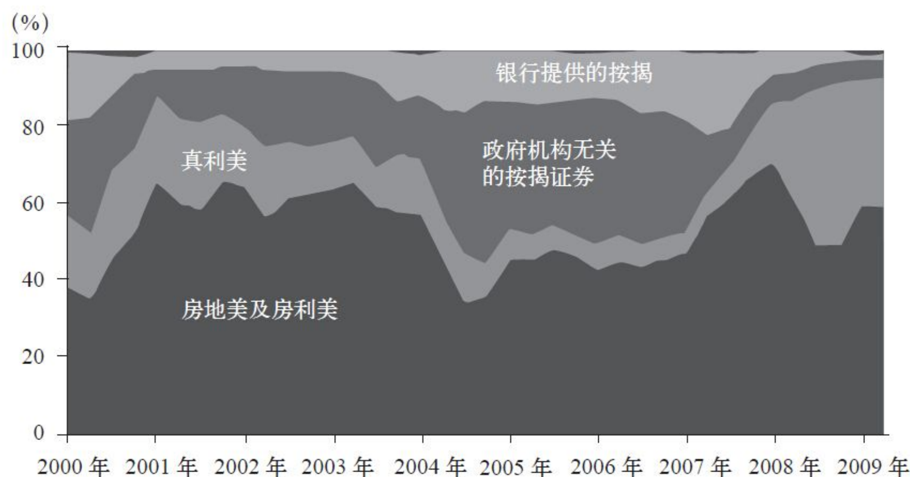


图 1–18　美国按揭市场资金来源结构

资料来源：旧金山联邦储备银行

毒资产更“毒”

到2008年年底,美国仅衍生金融品的市值就高达416万亿美元，还有分别达几十万亿美元的贷款和债券。次贷危机爆发后美联储原来以为，这些有毒金融资产虽然规模庞大，但是是以“三角债”的方式由金融机构互相持有，可以通过统一的清算行动来大为化解。所以2008年年初美联储曾组织了美国的几十家大银行联合清算信用违约掉期，结果是在总计62万亿美元的该类金融产品中仅清算了12万亿美元就进行不下去了，这说明实际金融坏账的规模要大得多。

此外，衍生金融泡沫的破灭是因为底层的各种贷款（如次贷、商业地产贷款等）由于地价和房价下跌等原因无法归还。与次贷危机爆发时相比，2010年上半年的商业地产和住宅价格都已经下跌了40%以上，而2010年9月，美国止赎房的数量首次超过了10万套。这些都说明美国金融大厦的底层结构比次贷危机爆发时还要差，而且要差得多，所以如果美国爆发新的金融危机，就一定会比上次来得更猛烈。

美国的金融商品新的兑现高峰可能出现在2011年，届时如果量化宽松政策不继续怎么办？

美国人应该也清楚量化宽松不能解决问题

因为本国产业回报率低，货币当局注入的钱没有进入本国实体，反而进入了资产、商品和新兴市场投机。

但量化宽松政策也并非全无功效。

可以考虑的逻辑是，美国的量化宽松政策产生溢出效应，流动性涌入新兴经济体，使得这些国家的股市大幅上涨。同时，国内流动性的增加也会导致房价上涨。股价和房价高企催生了大量的融资和投资，经济因此快速增长。在短期内，通胀将提高企业赢利，同时也会掩盖短期投资的后果。

全球供应链结构使得美国跨国公司因此受益，因为其赢利的70％都来自于这些国家。跨国公司的股票因而上涨，反过来美国家庭的财富效应也开始发酵。但可惜在世界金融危机中，美国家庭财富缩水了30％～40％，光靠股票如何能涨回去？

美国的结构性问题需要财政给力（减税和基础设施投资）。可惜奥巴马失掉了中期选举，财政不给力，奈何？

为了保住2012年的政权，也要一搏。

最近奥巴马在寻求政党合作，以达成减税，市场对美国经济复苏渐持乐观的看法，认为美国经济的复苏将会好于预期，越来越多的机构将对美国2011年经济增长的预期调高至3%以上。

希望美国好运。但我想可能没有那么简单。

量化宽松的底气来自于美元的结构性权力

至于量化宽松能起多大作用那是另外一个层次的问题，美国人想干的事它总会干，不管你赞成还是反对。即使在别人看来，其行为已经近乎疯狂。

美国人就不怕量化宽松导致美元崩溃吗？

美国人的底气源自于所谓的“美元的结构性权力”。因为当今全球经济体系的许多规则和制度的制定都与作为世界货币的美元密切相关，没有利益机制能够改变这一点。美元为全球经济体系的扩张提供了信用基础，作为唯一驱动全球经济增长的“净需求”的提供者，它让被美元捆绑的全球经济由此踏上了失衡的征程。

由于贸易分工和金融分工不断深化，美国、亚洲新兴国家、石油生产国就成为全球经济结构失衡的三极。后两类国家靠输出廉价商品、劳务和资源，创造了大量的“商品美元”和“石油美元”，形成了“美元—商品美元—石油美元”的三角关系，使全球供需和分工体系维系在“脆弱的平衡”上。全球经济一旦美元化就无法与之脱钩，这似乎成为一个不可逆的过程。

经济学上称之为无法摆脱的“特里芬困境”。

美国人的自信还源自于其拥有全球最强大的金融机构和金融服务网络，有全球最活跃的金融市场，有全球一致认可的金融评级机构，有全球居垄断地位的会计师事务所，有美国自身可控制的国际规则制定和协调机构（如国际货币基金组织、世界银行等），使得其在国际货币体系中可以合法地放弃本位币所应尽的国际义务（本位币的发行国有义务控制自身的货币发行量，确保全球的金融供给与需求基本平衡，被废止的“布雷顿森林”体系的核心之一正是限制美元的超发），并可以利用汇率浮动的机制，限制和干预其他国家的经济、金融甚至政治事务（如1985年“广场协议”带给日本的金融效果）。

现行的国际货币体制尚未到寿终正寝的时候，当下世界上没有哪个国家在现实中能摆脱理论上的“特里芬困境”（储备货币发行国无法在为世界提供流动性的同时确保币值的稳定）。当下盛行的“脱钩论”其实是虚妄的。

美元会在弱势中保持可控性

自2002 年4 月开始至今，按美元指数（一篮子货币）衡量，美元已经贬值了40%。尽管今后的某些时段美元可能走强，但美元购买力贬值的长期趋势应该不会改变。

尽管危机遗留下的天量毒资产正在拖垮美国家庭的精神，阻塞中介

机构的资产负债表，妨碍房地产市场的清理，私人部门不再借钱，银行不再放贷，美国政府的财政前景将布满乌云，但当欧洲、日本变成 “更烂的苹果”，新兴国家经济被“热钱”和高通胀搞得焦头烂额时，美国反过来又最大限度地获得了货币霸权的好处。大量资金回流美国，通过掠夺别人的份额，美国政府债务市场获得了更多的融资，长期公债的利率又被避险的买盘压低。比如始自2009年12月的美元的反弹，美国10年期公债利率就从4%下降至2.5%。中国、日本成了美元最大的增持国，当然或是以欧债的减持作为代价的。

类似的反弹，我们在“后危机时期”可能还会反复看到，这使得美元的弱势似乎始终保持着某种可控性。

在我看来，在以下三个条件不变的情况下，美元的可控性还是可期的，我还是不太相信美元崩溃的预言。这三个条件是：1.新兴国家继续忍受通胀；2.欧洲债务危机绵绵无期；3.石油价格不失控。

“低增长、低利率、高通胀”时期的到来

鉴于此，我斗胆作个中长期预测：全球经济将进入相当长的“低增长、低利率（相对于通胀的实际利率水平）、高通胀”时期，并为新一轮危机（货币危机）累积势能。判断的依据是：

全球长期的经济增长率在放慢，资产回报率在下降，投资机会在减少；

厂商承担得起和愿意支付的利率已经永久性地下降了；

在银行费用率相对稳定的情况下，存款利率也已经永久性地下降了；

各国中央政府和地方政府的高负债也决定了中央银行必须（和必然）尽量保持低利率，以便减少政府还本付息的压力；

中长期的低利率必然导致资产价格的上涨。市场会迫使我们不断改变我们长期以来所习惯的市盈率（租金回报率，最低要求的内部报酬率等）。

盛宴的终结

天下没有不散的筵席。

即便油价不失控，新兴市场资产通胀演变成物价通胀，成本上升和货币升值最终将通过国际贸易抬高发达国家的通胀水平（只是盛宴的时间长短问题），因为美国获得了超过70%的世界剩余产品。

如果美联储提前收紧流动性并抬高市场加息预期，将导致美元升值和资金从新兴市场回流，刺破泡沫，从而终结资产大通胀的盛宴。

这个时点会在哪里呢？核心国家的中央银行有能力在“盛宴结束之前撤掉酒杯”吗？

这是“后危机时代”待解的一个谜。

（**2010**年**12**月**28**日）

“高储蓄”之惑

我们可以捋出这样一条一般经济活动的线索：投资—要素分配（初次和二次）—形成部门收入—消费—最后剩下的才是储蓄—投资和净出口（储蓄是要花掉的）。

现在很多关于中国高储蓄率的观点都是割裂地看以上线索的某一个片断，然后得出一些结论。

例如从收入到消费，我们可以分析出一些形成中国高储蓄率的合理因素：比如人口结构产生的红利释放，过去30年，中国的人口参与率还在继续提高（能持续至2015年），赡养比例一直在降低；还有城市化、工业化和市场化改革推动的收入大幅提高；还有比如男女性别比例失调，男孩未来成家需要更多的储蓄积累；当然提得更多的是，二次分配中社会保障体系的严重缺陷，中国社会还没有建立起一张安全的保障网，从而约束了家庭的消费欲望。

这些因素充分反映了一国经济社会发展过程中的基本规律。现阶段中国家庭的高储蓄基本也符合这一规律。中国的家庭储蓄率在近20年来一直维持在20%上下的高位，低的时候17%，高的时候22.9%，比想象的要稳定得多，与亚洲其他发展中经济体相比并无多大差别。和中国同样缺乏完善的社会保障体系的印度的家庭储蓄率是22%；日本在进入老年化之前（20世纪90年代前），其家庭储蓄率也在15%~20%的高位；20世纪90年代，中国台湾地区家庭的储蓄占收入总额的比重约为25%。

我们也可以进一步分析储蓄的部门结构，谁在进行储蓄呢？

我们发现，21世纪以来，1999~2007年，中国的总储蓄率劲升了14.4个百分点，比例大致是这样分配的：家庭贡献了2.7个百分点（家庭储蓄率从1999年的20.2%上升至2007年的22.9%），政府贡献了5.4个百分点（政府储蓄率从1999年的2.7%上升至2007年的8.1%），企业贡献了6.3个百分点（企业储蓄率从1999年的13.7%上升至2007年的20%）。政府和企业部门的储蓄率一直在增加，家庭储蓄率基本稳定，但家庭储蓄在总储蓄中所占份额却在下降。

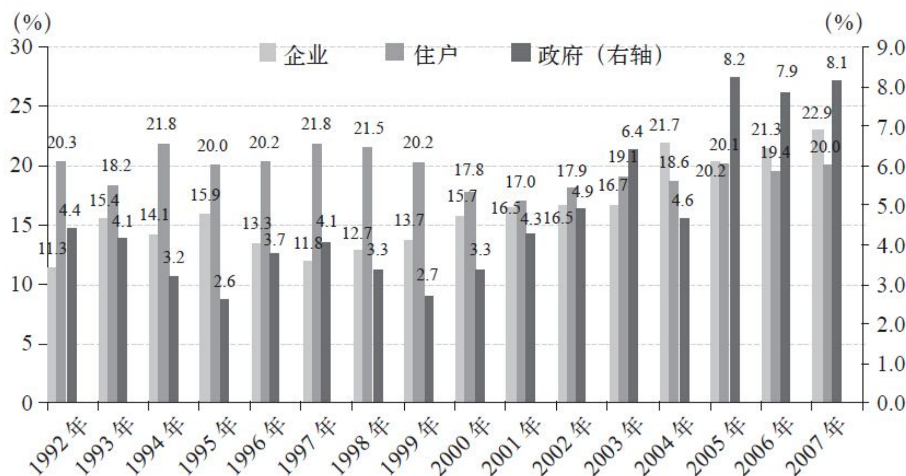


图 1-19　中国储蓄率（储蓄占国民可支配收入）的构成变化

资料来源：中国人民银行

从这个角度开出的药方多集中在二次分配领域，如大规模投入资金，完善城乡医保体系；降低各类收入群体的个人所得税，并简化税率档次；改善税收体系，增加对高收入群体课税等。当然，对于当下功效最为显著的可能是大幅度提高国有企业的分红比例。通过将垄断部门的企业储蓄直接转化为公共服务投入，实际上相当于间接增加了家庭部门的收入。根据中欧商学院黄少卿博士的测算，目前若提高国有企业分红比例至50%，每年可以增加居民收入大约2 550亿元。

在我看来，关于中国高储蓄的研究不能就此为止。因为围绕二次分配的改良本质上还只是在政府经济模式纠错中“打转转”，依然未能抓住或是回避掉了近十年来中国高储蓄率异常增加的关键。

如果我们仅停留于此而不作进一步探讨，还容易陷入另一个逻辑的误区：高储蓄成了高投资的合理注解。

“想要中国老百姓消费太难，扩大投资是次优选择”，“不要妖魔化投资”，这是我们常听到的政策解读。在储蓄率不能有效降低（即消费率不能有效提高）前，吸收掉这些储蓄只有两个选择：一是投资，二是出口。如果出口不能指望，就只剩下投资，否则经济要平衡，就只能减少产出（通货紧缩）。为了免于通缩，扩大投资就成了次优选择。

其实我想要进一步阐述的观点是，从储蓄形成到用掉，再到下一期

储蓄的形成，应该作为一个完整的循环来看，不可分割。在以上储蓄形成的完整线索中，只有正确理解从投资到要素分配的过程，我们才能把握当下中国高储蓄的精要以及未来解决问题的关键所在。而这个过程又取决于该经济体既有的增长路径和模式。

“高储蓄必然高投资”，我认为这是为强化投资主导的合理性所作的注释。当然高储蓄意味着资金的价格相对低廉，会刺激投资，但我们更应该看到这个表象的背后。一个政府和国有企业部门几乎垄断性地掌握了经济增长所需的几乎全部要素和资源的国家，只要其愿意，在理论上就可以通过将要素及资源价格降至最低来支持投资的扩张。从这个意义上讲，关键还是要看高储蓄掌控在谁的手中。如果政府和国有企业部门剩余了越来越多的钱，就只能做投资，形成产能。同时他们还垄断了资源配置中枢（金融），因此可以最大限度地压制家庭部门的储蓄所得，获取最大的投资收益。

“高投资必然高储蓄”，这似乎倒是“必然”的。投资的经济原理决定了国民收入的初次分配必然偏向于政府和资本（要素）的实际掌控者，这是经济规律。如果没有有效的二次分配调节，劳动报酬和居民储蓄所占份额会越来越萎缩，劳动报酬占比会持续下降。从1996～2007年，中国的劳动者报酬占国内生产总值的比重从53.4%下降至39.74%；中国的资本收入占比持续上升，企业营业盈余占国内生产总值的比重从21.23%上升至31.29%；政府预算内财政收入占国内生产总值比重从10.95%上升至20.57%，若加上预算外收入、政府土地出让收入以及中央和地方国有企业每年的未分配利润，政府的大预算收入几乎占到了国民收入的30%。

所以我们看到，中国政府和企业的高储蓄促成了高投资，而高投资反过来又进一步推高了政府和企业的储蓄。于是，国内家庭形成的购买力越来越消费不掉投资形成的产能，就只能卖到国外去，变成顺差。投资的经济必然走向出口的经济。中国经常账户顺差由2001年的174亿美元上升至2008年的4 400亿美元，占国内生产总值的比重也由1.3%上升至10%。周而复始，直至有一天外部需求真的垮了，这个循环就彻底结束了。

期望进一步加大投资，以消化前一期已经不能被出口吸收掉的储蓄，强行重续这个循环，那么投资带来的下一期的新增储蓄怎么办？这不是意味着我们未来需要用更多的外需或者投资来吸收吗？

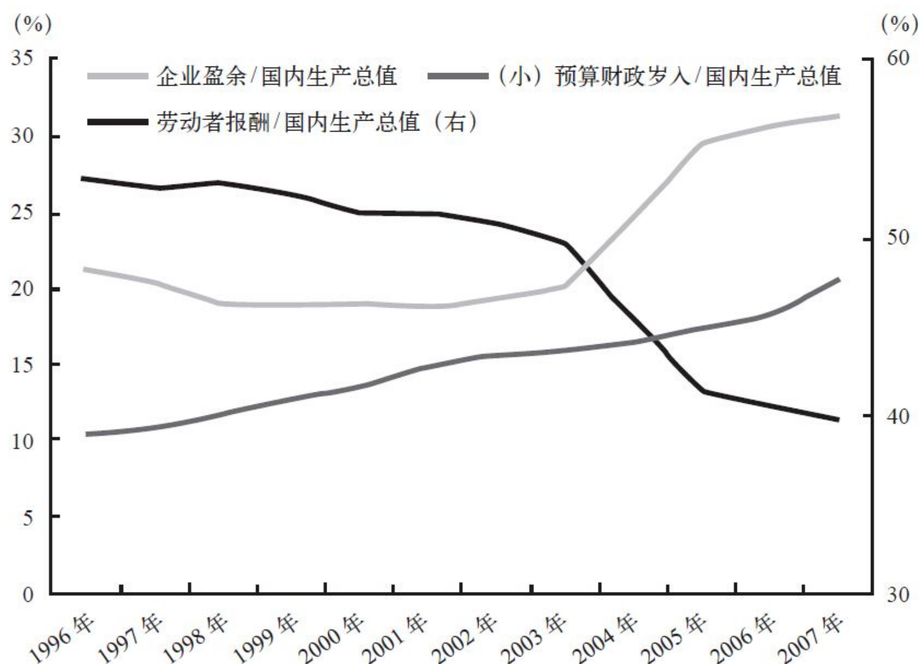


图 1–20　1996~2007 年中国国内生产总值构成的变化

资料来源：《中国统计年鉴》

如此，中国人自己给自己造了一条高储蓄的“悬河”，如果这样走下去，中国的储蓄率还会越来越高，而消费率也还会越来越低。

因此，从这个意义上讲，使中国的高储蓄率回归正常的关键在于初次分配，而这取决于经济增长模式的转变。既有的政府主导的依赖投资和出口的增长路径被进一步证明为近十年中国高储蓄率开始快速增长的根源。中国的产业呈现出超重化工业化和资本密集化方向发展的趋势（中国目前工业化率达43%，远高于其他国家完成工业化时的水平，其中重化工业占整个工业比重不断上升至70%以上），这必然使得国民收入的初次分配越来越偏向于政府和资本，劳动报酬和居民储蓄所占份额越来越萎缩。

表 1–2　国际比较显示，中国工业化接近尾声

	重工业化的时间跨度	完成时工业增加值占国内生产总值的比重
哥伦比亚	1953~1970 年	23.0%
墨西哥	1950~1975 年	32.6%
土耳其	1953~1973 年	24.5%
南斯拉夫	1962~1972 年	42.2%
日本	1950~1970 年	43.2%
韩国	1955~1973 年	29.3%
中国台湾	1956~1971 年	39.3%
以色列	1958~1972 年	38.8%
挪威	1953~1969 年	34.0%
平均	172 年	34.1%
中国	1985~2007 年	43.0%

资料来源：《工业化和经济增长的比较研究》、CEIC、中金公司研究部



图 1–21　中国重化工业占整个工业比重不断上升

资料来源：CEIC、中金公司研究部

想要扭转这一趋势只能靠经济模式的彻底转型。通过结构性改革调节资源配置方向，抑制重化工和资本密集型行业的粗放式增长。打破金融垄断，大幅降低私人部门和中小企业的税负，支持其向先进制造业和现代服务业转型。延伸现代制造业的价值链，向上做原材料采购，研发设计，向下做物流、销售网络、品牌、商誉和零售。这样就能够创造出吸收大量就业的现代服务业。从本质上讲，中小企业就是做就业、做收入的。如此，微观上个体的效率决策，却可以创造出一个宏观上更公平和可持续发展的分配结构。大幅提高劳动者报酬在国民收入中所占的比重，最终就能形成中产阶层的橄榄型社会结构。中产阶层是什么？中产阶层是住房和汽车等耐用消费品的主要消费群体。如果再加上社会保障和中国城市化的提速，这个基于收入的良性循环就能持久，而它将引导中国进入排浪式的、靠内需增长的长周期。

具体来讲，资源配置的中枢—金融部门的变革是关键中的关键。金融上的“劫贫济富”制造了相当规模的中国剩余扭曲。

中国的金融结构基本由四大国有银行和股票市场构成。但是，能够

从大型银行和股票市场融资的，只有那些大型企业和富裕阶层。而雇用了超过80%中国劳动力的中小企业却无法享受到金融服务。更关键的是，这种金融结构人为压低了利率，导致银行用低存款利率向穷人吸收存款，再用低贷款利率支持大型企业和富人。这相当于用穷人的钱去补贴富人，收入分配就会进一步恶化。根据黄少卿的测算，由于人为地压制存款利率，企业部门每年至少少支付了3 个百分点的贷款利率给家庭，约合7 850亿元人民币。

开放民间资本金融准入的禁区，实现金融普惠制是根本。当然，放松金融管制，推进利率市场化也是一个不错的见效快的政策选择。如果存贷款利率都由市场决定，二者将更加接近。这对银行来说是个坏消息，因为利差缩小将压缩银行的利润空间，但对家庭和企业来说则是一个好消息。由于储蓄倾向较强，存款利率提高将显著提升家庭收入。

（2010年6月17日）

“仰之弥高、钻之弥坚”的经济转型

消费相对于生产的增长才是有意义的比较

坦率地说，宏观经济分析若和利益搅在一起，那么颠倒黑白的事就会经常发生。有时候说多了，反而被社会误认为是真理。

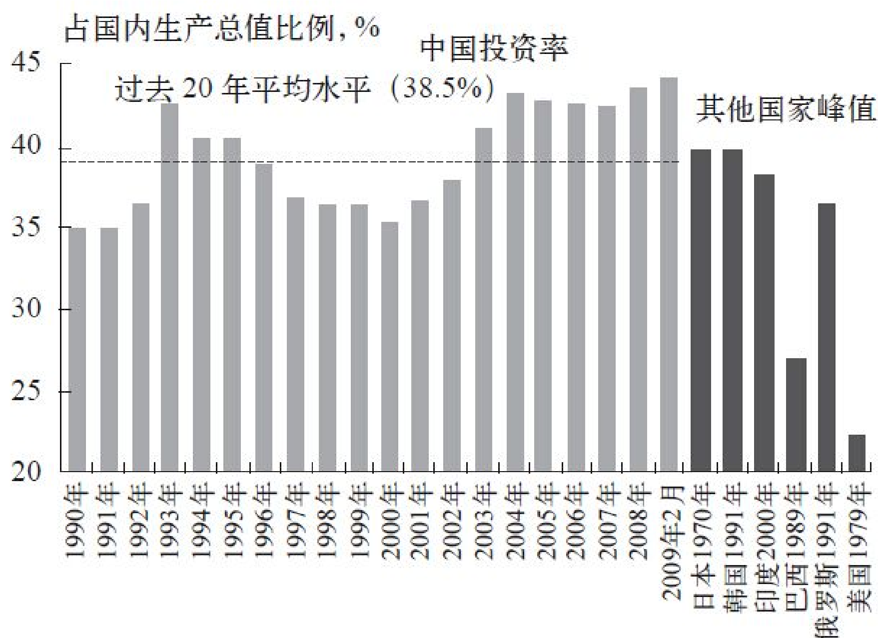
我质疑最近从投资银行的宏观分析师中传出的一些观点，这些观点或许都是为了市场的利益。最有代表性的例如“难道中国人没有消费吗？”，“令人惊喜的中国消费者”等等。

老实讲，孤立地谈消费，要么是无知，要么是搅局，混淆视听。中国这么大的人口基数，是美国的4倍，日本的7倍，德国的10倍。消费总量的比较离开了人口基础又有何意义呢？

的确，以总量而论，中国的消费总量在当下全球排第四，仅次于美国、日本和德国。以现阶段的经济增长速度而论，中国很可能在两年后将超过德国，成为第三，5年后超过日本，成为第二。

但是，按人口基数计算，4个中国人的收入支撑一个中国人的消费，才抵得上一个美国人消费的20%；而现实情况很可能是，数十个中国人的收入支撑一个中国人的消费。所以在北京王府井和上海南京路等高档消费区，甚至在法国巴黎，中国人都表现出令世界感到瞠目的购买力。在中国成为世界第二大奢侈品消费大国的同时，中国的家庭消费率却下降到了35%。

宏观分析要讲结构—生产和消费结构，脱离生产增长讲消费增长，消费增长再快也没有意义。相对生产来说，中国的消费增长是滞缓的。中国家庭消费的增长长期显著落后于国民生产总值的增长，更显著落后于投资的增长。



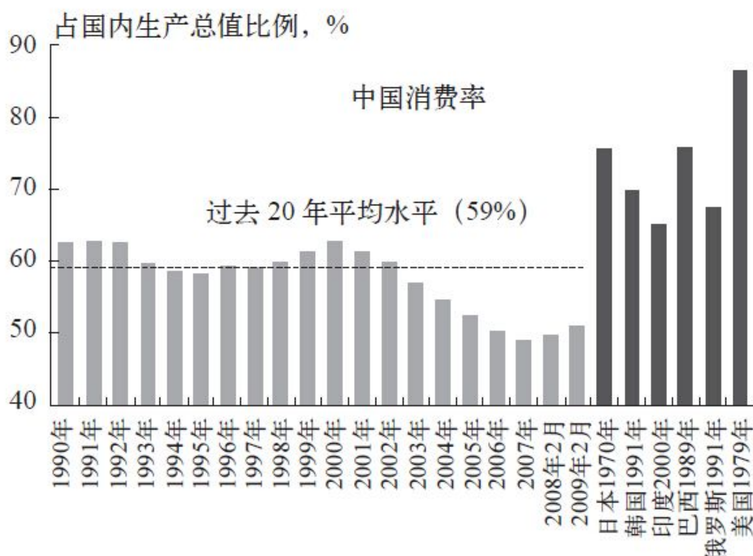


图 1-22　中国的投资消费结构失衡加剧

资料来源：CEIC

家庭消费的增长速度取决于家庭收入和财富增长速度，而不是国民经济的总体增长速度。如果家庭收入增长慢于国民收入增长，而且消费信贷不发达，消费速度增长就会低于国内生产总值增速及储蓄率。消费增长与国内生产总值增长之间的差距由此产生。

所以，进入21世纪的10年，中国的家庭消费率大幅下降了10个百分点，其原因在于收入分配。家庭所得在国民收入中所占份额萎缩，劳动报酬和居民储蓄所占份额也越来越萎缩，劳动报酬占比持续下降。

财富结构的扭曲拜赐于三大剩余分配机制

一是金融上的“劫贫济富”。

政府的高负债决定其将长期维持低利率。这相当于穷人在补贴富人，因为低收入者的资产多以存款形式存在，而富裕阶层可以用资产对冲掉通货膨胀。这也相当于居民在补贴国有部门，因为中国的国有企业如果要支付合理的借贷利率，其利润可能会完全消失。

二是资源的暴利。中国虽然资源匮乏，但资源税却几乎为零。那些被批准使用资源的人几乎都是在免费使用资源，从而获取暴利。而有可能得到政府的许可证来开采资源的，只有垄断部门以及和政府关系密切的企业。

从土地资源看，固化的“土地财政”模式使得政府似乎也无动力改革农村与城市土地市场、改变地方政府在城市土地供给中的垄断地位，无限度地榨取土地溢价。

三是垄断的暴利。从经济学意义上讲，垄断利润来自于将产品的价格定在均衡价格之上，这样，部分消费者剩余就转化成为垄断生产商的利润。中国的垄断部门比这更厉害，他们不仅能将产品的价格定在均衡价格之上，而且还可以将要素和资源的价格定在均衡价格之下，于是消费者剩余就被拿走了，甚至全民福利也被拿走了。

垄断行业在拥有超额利润的同时，却基本不分红。国务院国有资产监督管理委员会（以下简称国资委）从2007年才开始要求部分国有企业象征性地按照税后利润的10％或5％分红，而美国政府部门的工业企业的分红水平在50％以上。即便如此，分红的钱也大多直接进了国资委的金

库中，也就是说这些钱不可能通过转移支付变为家庭收入的增长，而只能变成国资委攻城略地的“再投资”。

不触动分配领域的核心改革，可能什么也变不了

面对百年一遇的世界金融危机，中国政府以惯常的工具予以回应—即在已经破纪录的高投资率上再加一剂巨额投资，以期抵消掉外需的崩塌，甚至将更多的资源投入到基础设施建设和重化工业，从而使中国成为主要经济体中财政和信贷扩张的冠军。

这些财政和信贷支持对提升净消费的作用却微乎其微。工厂继续开工固然有助总体消费，因为就业率得到了暂时的保证，然而更多地投资生产部门并不能从根本上解决中国产能过剩的问题。这些投资的唯一经济目的在于增加未来产能。

用加速的基础设施投资来保持高就业的方式不仅不可持续，而且也没有解决中期消费过低的问题，而仅仅是把难题的最终到来推迟了数年。如果用贷款修建的基础设施由于利用率严重不足而收不回投资，就会导致银行系统发生坏账。中国家庭也很可能会再次被迫通过缓慢的工资增长和低储蓄利率的形式为这些投资埋单。产能过剩的继续放大只会使中国面对全球及美国消费收缩时更加难以应对。

中国政府渴望带动国内消费，但如果家庭被迫支付银行资本结构调整的代价并且继续为无利可图的投资潮埋单，家庭消费将不可能增加。其他国家的经验也表明，一个长期依赖出口的国家要转到消费型经济需要多年调整。最终，唯一有效增加对国内消费依赖的途径是扭转收入分配，让转移到国家和垄断企业部门的收入重新回归到家庭。

中国政府显然认识到了经济内部的生产过剩矛盾正在日趋尖锐，也很明白目前用加大投资的办法保增长会与未来产能的更加过剩产生矛盾，所以政府已经把抑制生产过剩危机的爆发作为宏观调控的中心任务。政府的确是在做“调结构”的事，但从现行的政策中并没有看到太多可能改变既有利益结构的方向。

一方面压抑过剩产能，一方面抬升消费，希望能由此改变总供求失衡的态势，但是在生产、流通、分配、消费这四个社会化大生产的环节

中，如果问题出在分配，那么只单独在生产和消费两个环节做文章，而不触动收入分配领域的核心改革，可能什么都不会变化。

绕开分配的改革而去压制产能，将会产生新的过剩产能，其逻辑是压产能—失业增加—收入下降—消费下降，甚至可能由于中国的产业资本在国内没有出路，只能被赶进虚拟的死胡同而导致资产泡沫化，或者大量外流，不可能解决生产过剩问题。

同样，绕开分配的改革刺激消费，短期增加的消费只能是将未来的消费前移，在刺激政策导致的消费高峰之后，必然连接着未来阶段的一个消费低谷，不可能真正提升消费率。自2009年汽车、家电销售井喷之后，2010年汽车、家电库存大幅上升。

经济转型的拦路虎：垄断和资产泡沫

中国经济转型已经进入了“仰之弥高，钻之弥坚”的阶段。

中国经济若想实现再平衡，没有捷径可走，只能让收入重新尽快从企业和国有部门的手中回到家庭的手中，使中国的消费增长速度不低于经济增长速度。但是，这些政策可能蕴涵巨大的政治成本，需要考验决策者的勇气。

中国的国有部门和大企业完全依赖由国民间接提供的各种补贴。假如国有企业要支付合理的借贷利率，其利润将完全消失。有学者初步测算，中国垄断行业和国有企业每年占有1.4万亿元租金。政府从经济领域大幅地退出可能将极大地减弱决策者对于国家经济制高点的掌控。从某种程度上讲，这种改革性质不光是经济体制改革，更是政治体制改革。

纵观西方资本主义的发展历史，大的社会利益格局调整总是在经历剧烈的社会和经济阵痛后才发生的。中国若连短期的经济正常减速都不愿意承受，又如何能完成结构转型？

中国的经济转型千头万绪，但是捋清楚了，其实非常清晰。

从宏观方向上讲，就是让收入和财富重新从政府和国有部门手中回到家庭。

从中观战略上讲，就是做城市化，只有城市化才能释放巨大的需求

潜能。

2007年年底中国城市人口有5.9亿，按官方统计年鉴的数据，城市化率达到45%，但根据中国社会科学院学者的研究，中国的有效城市化率可能只有28%～35%。因为在中国的现有城市人口中，有近2亿农民工只是城市的“候鸟”。这与那些迈入人均国民收入3 000美元门槛的国家当时平均55%的城市化率水平，相距甚远。

可以简单测算一下，未来10年，如果目前这2亿城市的“候鸟”能够真正成为城市居民，他们每人从农村带出两个人融入城市的生活（妻子及儿女），这就有4亿人要进入城市，这样中国的城市化率就能够上升到65%。即便不考虑个人消费水平的增长，光城市化就能使中国的私人消费从10万亿元人民币增长至20万亿元，而2008年中国的出口为9万亿元人民币。也就是说，无论未来全球经济再平衡多么残酷，中国消费增长的潜能也足以将之抵消掉，并可以支撑中国可持续较高速度的增长轨道。

大胆想象一下中国城市化所能释放的需求潜能吧！如果4亿现在年收入只有700美元的人一下子提升到5 000美元城市人的生活水平，那么中国对于全球经济的影响力将提升到一个什么样的水平！

中国经济实现消费需求转型的战略逻辑就在于此，中国的国家潜能也在于此。

从微观的改革操作层面讲，必须扫除阻碍宏观和中观战略顺利实施的体制障碍。虽然摆在我们面前的事情很多，但是攻坚点却只有两个：一是垄断，一是资产泡沫。

有学者形象地描述，当下中国经济中只有“一个半”产业是市场经济，另外“一个半”则是政府垄断经济。第二产业和半个第三产业是对私人部门开放的。即便在半个第三产业里也是非主体行业，比如商品批发与零售、公路及内河航运、餐饮、旅游服务以及建筑等。第一产业受制于土地制度的安排，开放权限有限；而第三产业的主体行业，诸如金融、主体运输（从公路网到铁路运输，从航空到远洋运输等）、电信、电力等，受到“垄断”力量的控制，私人资本无法涉足或集聚。实际情况可能还远不止于此，当下国有部门依托要素资源的优势、资本的优势正在大肆进入第二产业中攻城略地。

从微观机制上讲，国有部门经济是典型的代理人经济，代理人经济的利益激励是倾向于使产业流程内部化，越大的规模、越大的营业收入，越符合代理人的利益最大化；而私人部门经济倾向于通过使社会化大生产的流程解构、外包来提升效率，使得基于制造业的现代服务业（如现代金融、物流、信息和法律服务等）迅速衍生和发展，从而创造出就业需求的指数级增长，城市化依托于此方能大幅地推进。

当下行政垄断力量扩张的态势会从根本上摧毁城市化的根基。

另一个拦路虎是资产泡沫形成了对中国城市化的巨大约束。作为城市化的“古典模式”，先是大大小小的老板“进城”，在大小城市安家落户。跟在他们后面的，则是成千上万的打工者，他们也渴望在城市安居乐业。而中国的城市化与工业化严重脱节，成千上万的乡村老板的确率先进了城，并在城市购房买地落户生根，但跟在他们后面的打工者却无力购房，只能“望房兴叹”。打工者要么依然奔波于城乡之间而“离乡不离土”，要么以“农民工”身份屈居城市“边缘人”之列。“古典城市化”路径到此打住了。

我们说中国未来城市化的提升空间是中国楼市长期向上的最大基本面。可是这么高的房价，农民工又如何真正进得了城呢？

坦率地讲，政府一念之间即可戳破当下的楼市泡沫。尽管楼市泡沫破裂会造成巨大的短期动荡，但从大格局上看，如果用楼价50%的下跌换取城市化率30个百分点的提升，是非常值得的。

（根据**2010**年**1**月**28**日在浙商证券年会上的演讲整理）

世界留给中国的时间和好运气不多

2010年第一季度数据发布后，我收到的最多的短信是：3月份同比2.2%的消费者物价指数比大多数机构预测的低了0.5个百分点。国家统计局的姚景源总经济师曾说2010年物价控制在3%有难度，但一定能实现，现在恐怕没有人会相信他的话。

有了2007年下半年通胀失控的教训，政府这回精明了。当2009年5月份猪粮价格比跌至低点，政府就早早开始建猪肉储备，逢春节前后大量抛出，很罕见地使猪粮价格比在春节前后被打至低点。控制了“猪”，中国的消费者物价指数想离谱也难。

统计局通报的八大类商品和服务的价格依然是四涨四跌。但当人均国内生产总值达到4 000美元的门槛后，中国家庭的需求重心早已不在吃饭，中国人也不会每日都需要购买衣服、汽车和手机，跟中国家庭需求最紧密相关的是住房、医疗、教育，甚至还有更高层次的要求—下馆子吃饭、娱乐、家庭服务等等。当不少城市的租售比离谱地达到40～50倍时，租金依然被生硬当成房价的“虚拟租金”的影子在消费者物价指数中加以体现，这样是否还有意义？反正无论是我们出境的体验还是接待的外国朋友，大家都对当下中国的物价之贵叹为观止。

我们无法预判中国经济货币通胀效应是否会灵验。但最近10年，中国滞后6个月的狭义货币供应量增速与当期消费者物价指数被发现具有高度的同步性。2009年11月末，狭义货币供应量增速为34.6%，广义货币供应量增速为29.7%，之后6个月的物价会怎样？2009年广义货币供应量超过名义国内生产总值增长近20个百分点的所谓过剩流动性，总得找个地方拱出来。

我们看得真切的是，中国资产泡沫升级了。

尽管有“均衡信贷”原则指引，但政府支出向上增长的弹性大，而向下压缩的弹性极小。2010年第一季度通过信托、理财、短期融资券和中期票据等放出的资金规模应该在3万亿元以上。跟2009年不一样的是，这一次放出来的都是“干货”，中长期贷款占比高达80%～90%，而2009

年同期一半以上都是“虚”的票据融资。

中国的储户这回也清楚地发现自己已经深陷在对通胀的恐惧和对高回报的贪欲之间。不投资房子又能怎么办？所以“两会”一过，京沪的楼市再现恐慌性买盘放量，二三线城市的房价涨疯了。

我不知道资产的泡沫会不会向物价传导，有的经济学专家还说资产泡沫是物价通胀的灭火器（因为过多的货币被吸收了），而我所受的经济学训练告诉我，服务性价格最大成本是地价。好在很多服务性价格要么权重严重脱离实际，要么干脆就进不了消费者物价指数，这是唯一值得安慰的。

“货币超发—房价上涨—物价上涨”的逻辑在中国从来就是通的。土地和地产价格涨起来了，城镇的生活成本、商务成本就上去了，工资就开始被倒逼着上涨。务工成本上涨意味着务农的机会成本上涨，反过来又会牵引着农产品价格上涨。这可能是政府最当心的货币泛滥向消费者物价指数传递的通道。

中国消费者物价指数的高低过去一直处于产出缺口和过量货币的较量之中。现在产出缺口已经翻正，2010年第一季度同比接近12%的经济增速，季度环比年化增加差不多是11%，无论哪样都已经显著超出了中国经济学界所共识的潜在增长水平。

一旦“产出缺口”被“抹平”，对通胀再无牵制作用，过度的货币供应将导致通胀率快速上升。而目前中国金融系统内存在的过量货币已经达到了历史的峰值，这有可能导致通胀在未来的几个季度内难以控制。实证研究也表明，一旦“产出缺口”转正并超出潜在产出的1%~2%，中国的通胀率将可能达到4%~5%，处于中国人民银行“容忍区间”的上限。

升值和加息，谁先谁后，孰轻孰重，被经济学家们反复地争论。

随着@[“巴拉萨—萨缪尔森效应”] [3] 在中国的出现，熟读经典的经济学家们开始倾向于以升值来治理通胀和资产泡沫。我本人也赞同人民币应该树立起一种富有弹性的机制。

但我怀疑升值所导致的“巴萨”的跷跷板效应在中国能否如愿。因为这取决于当名义汇率升值以后，该经济体的既有结构是否足以支持贸易部门的资源如愿地向非贸易部门转移。

而当下的结构性难题困扰着中国。金融、主体运输、电信、电力等等因为受到“垄断”力量的控制，私人资本根本无法涉足或集聚。

可以想见，汇率升值而致贸易部门挤出来的资金，更可能的是在短时间内大量涌入虚拟市场，资产泡沫再进一步做大。

如果这样，那升值的目的又在哪里呢？中外主流经济学家们这一回可能是不求甚解地理解了“巴拉萨—萨缪尔森效应”。

任何资产泡沫的内涵其实都异常简单，过度的货币和信贷扩张之后，企业和家庭对于长期利率的预期极低，甚至是负利率，以致资源错配或“不正当投资”的产生（哈耶克语）。

我不知道中国为什么对刺激政策的退出和紧缩瞻前顾后，我也无法理解每当讨论加息时，就会盛行“加息会导致人民币升值压力，‘热钱’涌入”的观点。没有数据证明中国的紧缩政策会导致“热钱”涌入。我们可以分析自2005年以来不可解释的外汇储备的部分变动情况，中国只有在2007年第四季度～2008年上半年有明确的“热钱”涌入。而那是由于2007年第三季度货币政策执行报告明确提出要以升值来作为抑制通货膨胀的主要工具，等于向全球资金发出了“快快向中国搬钱”的邀请函。你想，2007年6月份，次贷升级，美联储快速将利率降了下来，中国由于经济过热利息还在高位，天然3～4个点的息差，然后汇率预期短期内将会快速上升10%，15个点的套利，笨蛋都会干。包括国内居民都争着把美元结汇卖给中央银行。

紧缩与升值的关系在逻辑上并不构成同向，而事实恰恰相反，两者逻辑反向，越紧缩，越是减轻升值压力。人民币实际汇率的升值压力来自于哪里？来自于投资扩张，来自于经济模式。所以，我常讲，中国经济的转型，是一个储蓄率自然下降的过程，是一个升值压力反侧自消的过程。这个道理很多经济专家都没搞明白。

短期跨境资本流动是跟着资产市场走的，如果国内坚决地挤压泡沫，境外资金流入自然会停止。所谓的“中国加息以美国加息为条件”在逻辑上就是个伪命题。

当下的中国没有什么可以过多考虑的了，应当坚决地紧缩货币，抬升长期利率的水平，先把速度减下来，再进行结构性改革。这肯定要付出代价（资产泡沫的崩溃以及银行的坏账），但天上没有掉馅饼的事

情。

现在还不晚，如果现在再不戳破，一旦美国工业再造的战略布局完成，其全球领导型经济重新恢复“重构、创新和再投资”的活力，投资回报率上升，中国的泡沫就到了头，到那时政府即便想稳也稳不住了。

世界留给中国的时间和好运气已经不多。

（2010年4月27日）

最好不要再次阻止经济的自然减速

2010年7月公布的2010年第二季度经济数据多项指标出现明显减速，很多要求政策放松的鼓噪再次兴起。在我看来，经济减速再正常不过，目前中国经济只不过是重回2007年周期高点的回落阶段。

有时候要回头看看，才能清醒些。

2007年6月，中国经济增长动力实际上就已经见了顶，劳动生产率出现了减速，计算的全要素生产率出现了明显拐点。这说明经济增长中技术进步和制度变革已明显放慢，企业通过劳动生产率的提高来消化成本上升的难度加大，利润增长被明显挤压。

现在大家多把当时中国经济下行的账算到中国人民银行紧缩货币的头上，最后世界金融危机一来，刚刚开始的经济结构调整政策就被“反危机”政策全面颠覆。世间没有后悔药，往往一些历史偶然事件的发生可能就会改变一个国家原本正确的轨迹。

当下中国经济真的再次面临“二次探底”吗？减速很正常，现在这个速度是违背经济的内生规律硬推上去的。但经济短时间内还掉不下来，短期内再现2009年第一季度马鞍形的崩跌情况的可能性并不大。

大家可能忘了，4万亿元的投资计划是两年的，中央投资是留有后手的，只要需要，“钟摆效应”随时可能再次摆到“保增长”的一端。

2009年新开工项目涉及的投资规模高达29万亿元人民币，这相当于2009年国内生产总值的80%。2010年新开工增速到2010年7月为止仍然高达29%，而这是在2009年翻一倍的高基数上的再次增长。即便未来房地产投资热情或许会冷却，但中国的高投资在未来数年也难退下来。

当下实体真的缺钱吗？在中国，会哭的孩子才有奶吃。

2009年，企业部门从银行借出的钱超出其投资实际支出累计已经高达2.1万亿元。

再看看银行体系如火如荼的表外腾挪。在银行“应收款项类投资”科目下，信贷资产腾挪活跃，2010年1～4月，信托理财产品发放金额高达1.88万亿元。

再加上正规渠道要放出的7.5万亿元的核定信贷规模。2010年供实体支用的资金规模绝对不在2009年之下。

要想防止短期的所谓“二次探底”，很简单，只要稍稍放开平台和房地产的行政管制就可以了。但除了这两个原本就极度扭曲的方向之外，中国其他部门长期增长的动力早在2007年就开始渐次枯竭了，这是一个不争的事实。

过往中国经济增长的三大驱动力正在消失。

一是劳动力红利。一般而言，经济体一旦越过@[“刘易斯拐点”] [4] 。劳动报酬就会加速上升。而中国工资的快速上升似乎比人口结构的“刘易斯拐点”还要提早了四五年（学者测算中国劳动力的“刘易斯拐点”要发生在2015年后个中缘由，只能是泡沫经济吞噬掉了上天赐给中国的这一禀赋。

超发的货币大量涌向资本品，土地和地产价格近年来急剧上涨，城镇的生活成本、商务成本也随之上涨，劳动者的实际生活支付能力却在下降，而且已经达到了不能承受的地步，这当然就会倒逼工资上涨。这些都是相对的，务工成本上涨意味着务农的机会成本上涨，于是牵引着农产品价格必然也会趋势性地上涨。

反过来工业的利润则变得越来越薄，更多资金从实体流出，推动着资本品价格更快上涨，这是一个自我强化的循环。

二是市场化改革所累积的制度红利被近10年越来越强的国家资本主义模式消磨殆尽。国家越刺激，私人资本生存得越发艰难。

三是全球化红利的迅速衰退。21世纪，中国承接了世界工厂的位子并获得了巨大的贸易，2001～2007年，中国国内生产总值中出口份额从20%跃至36%，几乎涨了一倍，同期全球国内生产总值中出口份额也从24%升至31%。换句话说，中国对时机的把握近乎完美。而在“后危机时代”，全球化的主题已被奥巴马的出口倍增计划所替代，中国的出口面临着全球性的“围剿”。

中国的加息决策之所以如此艰难，并非宏观决策者不清楚中国早已是“负利率”的事实，而是中国经济中最强势的部门—地方政府和银行的意愿决定了货币政策的取向。

随着消费者物价指数在之后数个月将冲到年内新高，中国人民银行或许会象征性地有所加息，当然也就仅此而已。

“保增长、调结构、控通胀”这样相互矛盾的政策目标，即便是储备货币国家都不可能实现。只能说，宏观决策者心底仍冀望于无痛疗法，既不想升值也不想加息，这或许是一种无奈。的确，中国经济一旦放缓脚步，很多棘手的问题会立刻化身幽灵从盖子下冒出来，在没有把握处理的情况下，只能捂住。但谁又能保证在更长的时间内，这些幽灵不会进一步演变成更加难以对付的魔鬼呢？

宏观管理者仍迷信用微观手段来管理宏观问题，“不全面收紧货币解决泡沫问题”不符合经济分析的常识和结论。如果经济中的水位降不下来，即便一个泡沫摁下去，另一个泡沫又会再出现（如债券、黄金、红木家具、普洱茶、蔬菜、大蒜、绿豆……），偌大一个经济体，如何能管得过来？

在这样的格局中，我们其实一点儿也不担心政府调控对经济的冲击，我们深知政策的“机会主义”和“绥靖主义”情结，中国经济泡沫从内部刺破的可能性很小。我们最担心的是外部世界的变化：一是美国因油价失控而加息；二是美国经济的结构调整进展顺利。而这两个变化却都是中国宏观决策者无法掌控的。这将决定着中国“宽货币”的拐点。

一方面是美国工业再造的战略布局在不断推进，一旦美国经济重新恢复其“重构、创新和再投资”的活力，带动创业和就业活动的集群式迸发，美国就会重归可支配收入增长之路。

另一方面中国过去十余年成功的三要素在消失—低成本、市场化改革（制度红利）、运气好（全球化的红利），同时人民币未来的贬值压力也在不断累积。

如果中国经济的现有模式不改变，一旦趋势逆转，结果很简单：持续上涨的美元，对应的将是资产泡沫化的经济体的一场灾难，最终沦为全球再平衡的牺牲品。

可以说，救赎的机会其实掌握在我们自己手中，那就是壮士断腕，

义无反顾进行改革的决心。

（**2009年11月4日**）

人民币汇改成功的关键在于突破结构性痼疾

汇率问题在宏观管理者眼中显然升了格，成为调结构的重要一环。中国人民银行的胡晓炼和易纲两位副行长近期连发七文来谈这个问题。

文中的观点，我大多是赞同的。

我一直在讲，汇率问题本质就是结构的必然结果。因为国际收支失衡本质上是一个内在的宏观经济总量问题，并不直接取决于贸易政策或产业竞争力，最终取决于国民储蓄率和投资率，因为它们决定了资本的国际流动。

在开放经济框架下，汇率问题甚至是全球储蓄与消费不平衡的产物。宏观经济学最基本的一个恒等式就是，储蓄与投资的差额等于国际收支的差额。据此，人民币汇率升值压力的形成过程，本质上就是国内储蓄与投资缺口不断扩大、消费被压缩的过程(储蓄增加、消费减少)；相反，美国债务国地位的形成过程，则是投资与储蓄缺口不断扩大、消费不断扩张的过程(储蓄减少、消费增加)。储蓄与投资的长期失衡显然是由一个经济体的经济增长模式决定的。

以美国为代表的发达国家为降低成本、提高赢利，进行了全球产业布局大调整，通过跨国公司不断将生产基地移向以中国为代表的东亚等新兴国家。在这个转移过程中，中国顺应这一潮流，以丰富的劳动力和资源优势成为“世界制造工厂”和跨国公司的“生产车间”，由此推动出口快速增长和贸易顺差的大幅增加。

美国与新兴市场存在几十倍的劳动力成本差异（中国劳工的报酬即便倍增也仅相当于当下美国劳工报酬的4%），如果不存在海外工厂回归美国的可能的话，全球供应链是不会发生根本变化的。人民币升值后，无非是一些低附加值的订单从中国转向了印度、孟加拉、越南等国而已，美国对中国的逆差就会演变成美国对这些国家的逆差。

全球化在一定程度上摧毁了汇率弹性的理论基础。

当然，中国期望的最理想状态是转型，让居民消费能够逐步填补外需退出的缺口，但这个过程恐怕很难借力汇率。

理论上讲，汇率调节起到的作用是使资源从贸易部门移出，至于是否能打通国内收入—消费—企业利润—就业的良性循环，则有赖于国家既有的结构，需要从贸易部门转移出资源来支持非贸易部门的供给出现扩张。

遗憾的是，当下中国的金融、主体运输、电信、电力等非贸易部门的核心主体，全都在国家资本力量的掌控之中，私人资本无法涉足或集聚。实际情况可能还远不止于此，当下国有部门依托要素资源的优势、资本的优势，正大肆进入第二产业和新兴产业。

光放开准入有什么用呢？经济学上的概念是“自然垄断成本”，谁先进入，占据了，谁就是老大，别人根本别想进来。在这个意义上讲，解除中国私人部门枷锁的关键在于“国退”。

汇率升值导致从贸易部门流出的资金将只有两个去向：一是短时间内大量涌入虚拟经济，资产泡沫再进一步做大；二是向外走，这取决于外部经济和资产价格吸引力的增强以及挣脱资本管制的成本大小。不管怎样，最终结果都会是一样的：泡沫的刚性破裂。

汇改希望达成的“巴拉萨—萨缪尔森效应”（抑制通货膨胀和资产泡沫），取决于结构的变化。这是一个长期的事情。我们当然期待着这种变化尽早发生。

未来人民币资本项目管制的解除以及自由兑换和国际化进程，首先需要我们国内实现泡沫的“软着陆”。否则，汇率和资本项目管制的解除都只是刚性挤破泡沫的工具。

当21世纪以来中国“宽货币”的拐点出现时，情况或会变得不太可控。跨境资本流动的正反馈效应往往会引发资产市场出现“超调”，使得经济受到超强的紧缩效应而“硬着陆”。因为中国银行部门90%以上的信贷都与人民币资产的价格相关联。

回到“实际汇率的升值＝名义汇率的调整＋通胀的内外差异”的巴萨平衡式，政策都是有两个选项的：一是通过名义汇率调整（更准确地讲就是人民币兑美元的升值）来给国内的资产泡沫降温；二是处理平衡式的左边，去掉实际汇率升值的“势”，去掉经济泡沫的“势”。通俗地讲，

就是经济减速。经济减速意味着信贷需要严格紧缩，长期利率要上抬以抑制投资冲动和财政需求，经济要忍受结构调整的阵痛。

假如前者面临诸多短期内无法逾越的障碍，我们为什么就没有勇气选择后者呢？

（2010年8月5日）

人民币汇率升值的压力源自投资的经济

很多人持有这样的判断：中国的货币当局因为忌惮升值压力而不敢加息；中国只有在美国加息后才会跟进，理由同样是怕加大人民币升值的压力。

这些都是经不起推敲的逻辑。

如果你认为那些假道经常项目进入的所谓“热钱”是来套人民币升值的，那就犯了金融市场的“幼稚病”。现行的人民币名义汇率显然不是个市场变量，而是个政策变量。对冲基金基本就是这样玩的，在海外无本金交割远期开出足够强的人民币贴水，然后屯兵于港股和期货以及国内的股市、楼市，谋求预期导致的自我实现的资产泡沫。

在我看来，利差绝非人民币升值的决定性因素，而是跨境资金的造势噱头。

国内累积的人民币实际汇率的升值压力，源自于劳动生产率的提速。但是我们必须明白，这种变化并非来自制度创新、技术进步，而是依靠高投资的全面提速。我们有理由相信，随着资本劳动比进一步快速上升，在2007年和2008年出现减速势头的劳动生产率在2009年会重新向上。

在我看来，21世纪以来，人民币累积的升值压力多来自于此。

只要投资主导的经济继续，实际汇率就会继续冒虚火，人民币钉住美元的汇率制度使得美元贬值就意味着名义有效汇率很可能也随之出现贬值，因此资产泡沫或物价通胀的压力就显现出来了。坦率地讲，虚火在，人民币的有效汇率根本稳定不下来，即便我们改变现行汇率政策的规则，从钉住美元重新回到钉住所谓“一篮子货币”，也是枉然。无非是通胀大小而已，不可能改变根本。

反过来，中国真正进入实质性的“调结构”的轨道过程，事实上就是一个人民币实际汇率升值的压力反侧自消的过程。资源要素价格的改革

意味着廉价资源时代的结束，意味着资源配置的权力由政府回归市场。高储蓄的下降意味着国内消费内需将能逐步填补外需退出的缺口，双顺差将大幅收缩，中国经济将减速至一个正常水平。

所以，近年来我一直在强调，人民币的汇率改革一定要与国内经济的结构调整统筹结合。孰先孰后？孰快孰慢？2005年汇改以来脱节的单兵突进的经验教训应该好好总结。结构性改革的严重缺位直接启动了名义汇率升值的阀门，渐进式升值道路的宣示事实上等于是“快快向中国搬钱”的邀请函和动员令。果不其然，贸易顺差、外资直投，以及应邀来华分享人民币渐进升值好处的“热钱”，三股潮流合并，使得中国的货币流动性滔滔不绝。当一个个围堵流动性的货币政策工具被用至极限之时，回过头来发现所有的问题依旧，甚至愈演愈烈。

解决之道是一定要超越人民币汇率形成机制本身。人民币汇率的困境只不过是投资和消费内部失衡的一个必然结果，而不是原因。因为国际收支失衡本质上是一个内在的宏观经济总量问题，并不直接取决于贸易政策或产业竞争力，而最终取决于国民储蓄率和投资率，因为它们决定了资本的国际流动。而国民储蓄率和投资率这两个变量，几乎不受贸易政策的影响，更不会受到其他国家货币升值或贬值的影响。储蓄与投资的长期失衡，显然最终是由经济体的经济增长模式决定的。

当然，如果你迷信国际贸易收支的“价格弹性”或“汇率弹性”，所谓的“试错法”也尽可一试。老实讲，在一个价格存在系统性扭曲的经济体中，货币当局根本不可能评估名义汇率到底要升多少，升得够不够，只要资源依然按政府的行政意志而配置，均衡汇率对于这样的经济体本身就没有太大意义。

正如我前面讲的，中国的双顺差并不是因为出口多了，而是因为国内收入支撑的购买力起不来，而出口部门恰恰在扮演贡献就业的角色，在做劳动报酬收入。这是一个很尴尬的经济逻辑。如果短时间内他们没有了生计，中国经济就只剩下重化工了。没有就业，就没有收入，那何来消费呢？怎么就转不过这个弯呢？甚憾，甚憾。

（**2009年11月27日**）

牺牲了家庭，中国如何再平衡？

无论是当初为了反危机而刺激经济，还是在当下为过热的经济和如火如荼的资产泡沫降温，政策首先考虑的都是政府、银行和国有企业，家庭利益被放到了最后，甚至被牺牲掉了。

为了挽救跳水的外需，我们求索于房地产。随着家庭的负债增加，资产方完成从现金到泡沫楼盘的转换，家庭的财富却转移成了财政收入、开发商利润以及银行的利息。

面对百年一遇的世界金融危机，我们用惯常手段予以回应—在已经破纪录的高投资率上再加一剂巨额投资以期抵消掉外需的崩塌，甚至将更多的资源投入到基础设施建设和重化工行业。这些财政和信贷支持使得工厂得以继续开工，固然有助总体消费，因为就业率得到了暂时的保证，但这些投资的唯一经济目的只在于增加未来产能，而用加速的基础设施投资来保持就业的方式不仅是不可持续的，而且也没有解决中期消费过低的问题，仅仅是把难题的最终到来推迟了数年。

有权威经济学家说，我们是在做好事，这不仅仅是投资，政府是在为未来提供公共消费。只不过家庭将来为这些公共消费所支付的成本过于高昂。因为如果用贷款修建的基础设施由于利用率严重不足而收不回投资，就会导致银行系统发生坏账。中国家庭只有再次被迫通过缓慢的收入增长和低储蓄利息率的形式为这些投资埋单。

经济明显趋热，资产泡沫也升了级。但中国人民银行除了数量控制外，价格却始终按兵不动。要么说加息会损害中小企业，要么说加息会招致汇率升值压力。我看都不成立。

因为，任何资产泡沫的内涵其实都非常简单。过度的货币和信贷扩张之后，企业和家庭对于长期利率的预期极低，甚至是负利率，只有投资一些在遥远的未来才有回报的项目才能求得心灵的安慰，以致资源错配或“不正当投资”的产生。抑制泡沫唯有大幅抬升长期利率的预期。除此，别无他法。

在我看来，真正的原因在于政府、银行和垄断部门不乐见加息。过低的利率会迫使家庭（即经济体中主要的存款者）为借贷者补贴借贷成

本。存款与贷款利率间的天然价差，将迫使家庭事实上参与为银行注资（三大国有商业银行2009年赚了3 000亿元的利润），以解决那些国有企业和地方政府融资平台的坏账所带来的银行资产负债问题。

当股票市场中一帮无知的投机客整天在为央行的加息忧心忡忡时，殊不知货币当局可能从心底里根本就没打加息的主意。

中国过度依赖出口和投资的经济增长模式，使得中国面对美国及全球消费收缩越来越难以适从，中国的出口和人民币汇率面临全球性的“围剿”。必须要降低这种依赖，而唯一的方式就是提高家庭消费在国内生产总值中所占的比例。

中央政府极其渴望带动国内消费，实现经济增长方式的转变，但体制驱动着家庭未来仍被迫支付银行资本结构调整的代价，为无利可图的投资潮继续埋单，家庭消费增长的希望又在哪呢？

坦率地讲，当下的政策首先照顾的是政府、银行和垄断部门，而牺牲了家庭的利益，这将危及中国的未来。当财富以“反危机”的名义进一步从家庭流向政府、银行和国有垄断部门时，谁又来承担中国经济再平衡的重任？

（**2010**年**4**月**1**日）

“十二五”期间国有资本应该战略性撤退

毋庸讳言，2005年的“非公36条”[5] 显示制约民间资本准入的是软门槛，即各种玻璃门和弹簧门。因此，民间资本期待实施细则，希望这次“新36条”[6] 实施细则能够彻底清除种类繁多的软门槛。

国家发展和改革委员会（以下简称发改委）有关官员透露，鼓励民间资本参与发展医疗事业的相关政策措施已上报国务院，力争2010年10月底前出台。同时，广东、南京和宁波等已出台了落实“新36条”的相关政策。这意味着2010年5月13日出台的“新36条”正式进入了细化实施阶段。

现在的问题在于，清除了门槛，私人部门就能进入吗？

经济学上有个概念叫“自然垄断成本”，谁先进入这个领域，谁就是老大（平均成本大幅下降是自然垄断形成的充分条件）。更何况，土地、资金、税收等诸多要素都掌控在国家资本手中，就算放开了准入门槛，又能怎样？私人资本进入能干得过国有资本吗？

统计局不要再出那些毫无意义的报告了，比较国有资本、民间资本的资产占比、增加值、利润占比等，这些多少显得文不对题，让人笑话。经济体跟人体一样，各个部位的关键性都不一样。其实你只要控制了1%的部类（如金融、土地），事实上你就控制了这个经济体的整个命脉。

中国金融、主体运输、电信、电力等，受到“垄断”力量的控制，私人资本根本无法涉足或集聚。

实际情况还远不止于此，当下国有资本依托着“反危机”政策所凝聚的“要素资源和资本的空前优势”，一方面不断向重要行业和关键领域集中，另一方又四面出击，在许多与国民经济命脉和国家经济安全毫无关系的行业抢占地盘，由此引发了“国进民退”的现象。比如商业性房地产开发领域，120多家国有企业中竟然有80多家涉足，那些号称与国家安全有关的军工企业、航空工业企业竟然也置身其中。目前，仍有约2/3的

企业、40%的国有资产分布在一般生产加工行业和商贸服务及其他行业。

国有资本一方面舍不得从一般行业中退出，但对一些公用事业和重要工业领域，又通过各种方式阻碍行业开放，民间资本难以进入。尽管国务院又通过了鼓励民资的“新36条”，但在国有资本分布如此宽泛、国有资本退出迟迟不动的情况下，很难想象民间资本进入能取得多大进展。

我建议，“十二五”期间国有资本应该有计划地战略性撤退，当前落实“新36条”的关键并不在于“民进”，其实私人部门很清楚收益和风险在哪里，这不需要政府教它们，鼓励它们，关键在于“国退”，国有资本要让出地盘。

从微观机制上讲，国有部门经济是典型的代理人经济，代理人经济的利益激励是倾向于使产业流程内部化，越大的规模、越大的营业收入，越符合代理人的利益最大化；而私人部门经济倾向于通过使社会化大生产的流程解构、外包来提升效率，让基于制造业的现代服务业（如现代金融、物流、信息和法律服务等）迅速衍生和发展，从而创造出就业需求的指数级增长，城市化依托于此方能大幅地推进。

这是符合中国经济转型的宏观目标的，也是转型必须要突破的点。

事情就这么简单，但操作起来却是难事。因为这些政策可能蕴涵巨大的政治成本，需要考验决策者的勇气。

中国的国有部门和大企业完全依赖由国民间接提供的各种补贴。假如国有企业要支付合理的借贷利率，其利润将完全消失。有学者初步测算，中国垄断行业和国有企业每年占有1.4万亿元租金。政府从经济领域大幅地退出可能将极大地减弱决策者对于国家经济制高点的掌控。这种改革性质不光是经济体制改革，更是政治体制改革。

（2010年10月29日）

第二部分

通胀与滞涨

中国通胀的逻辑演进与治理困局

2011年上半年是中国人民银行的艰难时期

2010年年初研究机构的一致判断是，2010年中国物价的形态是中间高、两头低，因为2010年翘尾因素在6月、7月达到全年最高2.1%的水平，随后回落，而新涨价因素预期相对平稳，但到后来，8月物价上涨后，就再也下不去了。

先前作出的这个预测判断，忽略了一个重要前提：中国会保持2009年第四季度以来的收紧货币的力度，并贯穿2010年全年。

2010年1～4月，中国人民银行曾经试图加强从市场回收流动性，通过公开市场操作回收头寸5 880亿元，通过三次提高存款准备金率冻结头寸9 500亿元，对冲掉外汇占款增加额10 903亿元，1～4月份央行从市场净回收流动性4 477亿元。但是，2010年5月份随着欧债危机的加剧以及对国内经济所谓“二次探底”的过度担忧，央行第三季度在公开市场净投放头寸9 470亿元，再加上2010年6月19日“汇改”重启，外汇占款猛增1万亿元，在整个第三季度，市场投放的净头寸增加了1.9万亿元之巨。货币政策事实上重回到了极宽的轨道。

表2-1 中国人民银行向市场投放的净头寸的变化

	截至2010年9月	截至2010年4月	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年
公开市场操作净投放	3 370	–5 880	1 990	–8 794	–9 128	–7 711	–13 380
外汇占款	20 574	10 903	25 530	34 456	30 808	22 221	16 200
存款准备金调整	–9 500	–9 500		–7 000	–17 000		
央行向市场投放的净头寸	14 444	–4 477	27 520	18 662	4 680	14 510	2 820

（单位：亿元）

资料来源：万得资讯

物价之所以没实现预期，是因为2010年第三季度货币条件完全改变了。因此，从2010年8月份开始就可以明显感到价格环比涨起来了，

8~11月消费者物价指数环比逐月加速：0.6%、0.6%、0.7%、1.1%，11月份消费者物价指数环比增长年率已经超过13%。这不但远远超过央行确定的3%的目标，也远远高于一些经济学家认定的5%的最高值，甚至是比较严重的通胀标准。

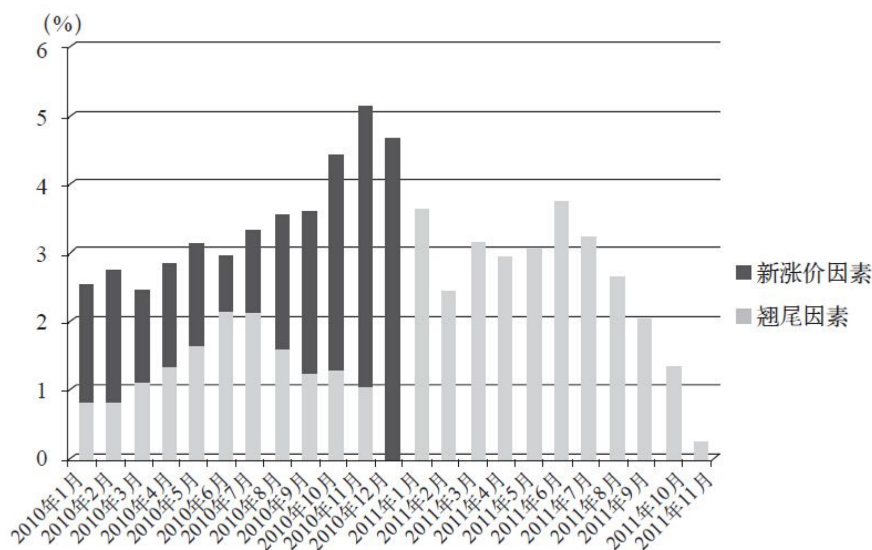


图 2–1　2010 年月度消费者物价指数构成与 2011 年消费者物价指数翘尾因素

资料来源：统计局资料以及作者计算

在发改委限价令的督导下，如果2010年12月份消费者物价指数环比能压到0.2%，12月份消费者物价指数将是4.6%，略有回落。但是连续四个月的高环比，已经将2011年上半年的翘尾因素变得很大，2011年1月份就达到了3.6%，2011年1~7月份翘尾因素大体在2.4%~3.7%之间波动。如果2010年下半年新涨价的态势延续至2011年上半年（从统计学上讲，新涨价因素过渡是平滑的，不会出现数据突变），保持在3%~4%的水平，那么2011年上半年消费者物价指数将会直接挑战6%~7%的高位，数据观感上会对中国人民银行构成很大压力，诟病之声也会接踵而至。

中国通胀的逻辑演进

目前关于通胀的主要分歧在于，中国通胀是短期现象还是长期现象。

认为中国通胀是短期现象的理由是：目前的通胀是结构性问题，天气、灾害导致农产品价格上涨，而中国经济的基本面是储蓄大于投资，高储蓄下难有长期通胀发生，产能过剩等等。如果这些推断成立，结论必然是：对于当前物价上涨的情况，中国人民银行是爱莫能助的。

如果认为中国通胀是长期现象，就需要着重从货币逻辑来解释。

这个逻辑是：货币超发—资产泡沫—物价上涨。物价上涨是长期货币超量累积的过程，并不是某一个时点的货币超量了，而是自2003年以来，中国经济就进入了超宽货币的时期。土地和房地产价格涨起来后，才通过相应的传递渠道向物价的各个领域扩散。这需要一段时间的累积。

2003年以来，中国物价上涨主要由两部分构成：城市服务性价格和食品价格。

城市服务性价格的上涨很好理解，地价和房地产暴涨直接驱动人工成本上涨，经济学上叫“生存线”。

食品价格的上涨跟货币的联系稍微曲折一些，城市的人工成本上涨，对应的是农业人工的机会成本上涨，同时农产品从种植出来到城市卖场的流通过程属于“大服务”，所以人工成本上去了，流通成本也上去了，价格必然会上涨。

安信证券研究发现，2000年以来，中国的农产品价格与劳动密集型程度呈现显著正相关。这意味着农产品价格上涨远非结构性原因—气候、灾害而减产，而是因为劳动力成本上扬，蔬菜、棉花等劳动力耗费多的作物价格涨幅远高于小麦、稻谷。

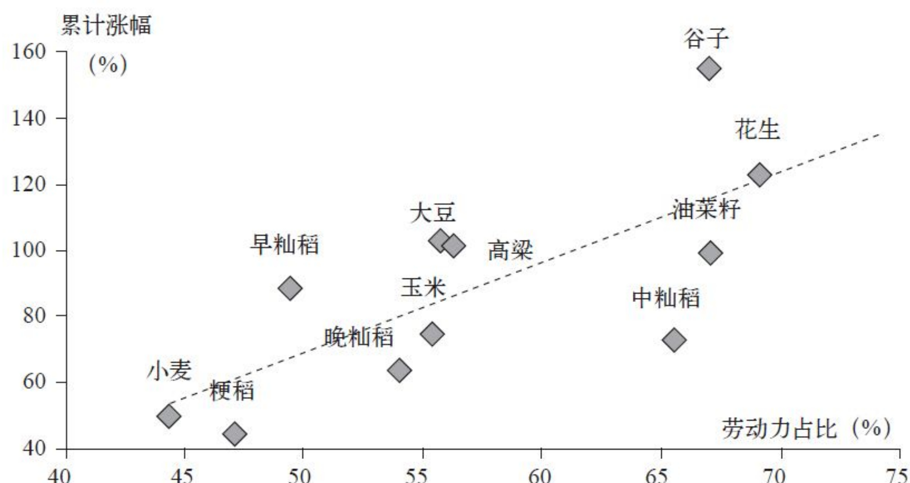


图 2-2　2000~2007 年中国主要农产品价格涨幅和劳动力密集程度

资料来源：安信证券研究所

而中国劳动力成本上升背后的因素有哪些呢？

中国劳动力成本趋势性上涨与“刘易斯拐点”逼近相关，对此我们不否认，因为经济一旦越过“刘易斯拐点”，劳动报酬就会加速上升。现代工业部门已经不能再用“不变工资制”来吸收“无限供给”的劳动力了。但关于“刘易斯拐点”的判定目前理论界是有争议的：到底是按照劳动力供求的拐点，还是工资的拐点，还没有形成共识。按照人口结构的变化，学者们计算的拐点时间多在2015年左右。

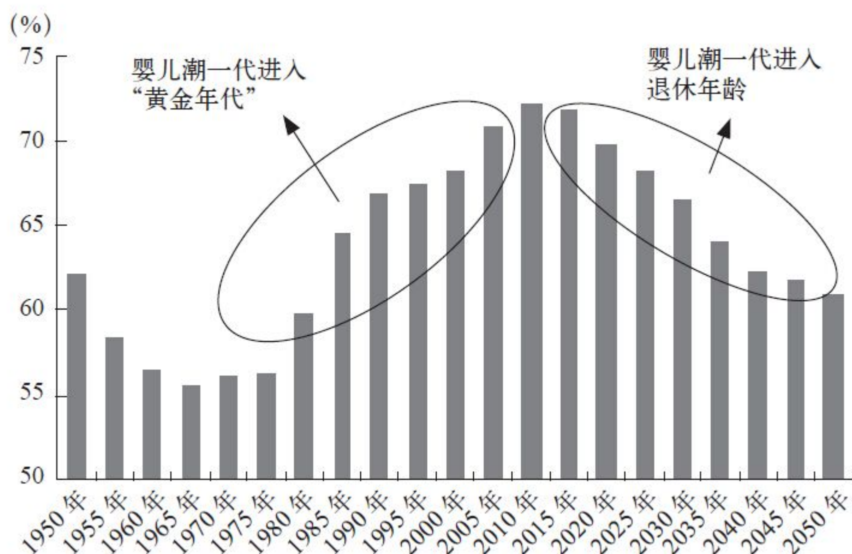


图 2-3　中国工作年龄人口占比

资料来源：根据《中国统计年鉴》计算

我们更关心的是工资上涨的过程。

从人口结构的拐点引发的工资上涨应该是一个均匀释放的过程，可能会像“沙丘”一样平缓，日本的经验反映了这一过程。而2006年以来，中国劳工工资的上涨却像“峭壁”一样陡峭，令人困惑。

中国劳动力红利的释放完全有条件比日本更均匀、更持续一些，因为中国广袤的国土和区域差异可以使这一过程有足够的纵深，资方可以将工厂迁往内地，或可以用机器替代人工。但当下内地的土地等要素成本也在快速上涨，所以，薪酬上涨呈现出全局性的异常刚性。

刘易斯认为，一个国家在拐点之前也会出现工资上涨，主要是因为维持“生存线”的工资水平上涨。所以，我们不得不回望货币的泡沫，某种程度的确是泡沫吞噬了中国的劳动力红利。中国可能提早了10年迎来劳工工资的急剧上涨。

超量货币大量涌向资本品，土地和地产价格近年来急剧上涨，城镇的生活成本、商务成本也随之上涨，劳动者的实际生活支付能力却在下

降，而且已经达到了不能承受的地步，这当然就会倒逼工资上涨。这些都是相对的，务工成本上涨意味着务农的机会成本上涨，于是牵引着农产品价格必然也会趋势性地上涨。反过来工业的利润则变得越来越薄，更多资金从实体流出，推动着资本品价格更快上涨，这是一个自我强化的循环。

收紧货币是作用于资产

假如我们认同中国通胀长期性的货币逻辑：货币超发—资产泡沫—物价上涨，治理通胀的方向其实就变得非常清晰，调控的关键在于逻辑的中间环节：资产泡沫。

收紧货币并不直接作用于物价，而是针对资产泡沫，资产价格一旦下行，今天碰到的难题可能就都不再是问题，通胀、人民币升值等压力也会自然消退。

当然要实现这个目标，我们必须要接受的一个经济结果是：经济减速。从这个意义上讲，当前宏观调控的两难，其实还是老问题：我们是要保持高速度，还是要低价格？

澄清三个伪命题

中国经济的特殊性使得对于它总是会出现一些新说法，这些说法往往似是而非，令人难以辨识。

在我看来，关于中国经济有三个伪命题。

第一个伪命题是输入性通胀。

从数据上看，自2003年开始，中国市场每年被注入的净头寸都是大剂量的。尽管这段时期中国央行很忙，但依然无法对冲掉外来之水。我们把这个注水泵叫“外汇占款”。因此有些经济学家很愿意将中国通胀的责任都推到美国头上，喜欢说“输入性通胀”。

经济学中有个概念叫“镜像互补”，全球经济作为一个开放经济，整体是平衡的。如果美国失衡，外部就必然得有一个经济体也失衡，并与

之弥补，全球经济才能长时间运转。近40年来，全球经济一直以“商品美元循环”和“石油美元循环”的方式运行，缺了谁都玩不转。这是美国、新兴国家和资源国家互动的结果。简单说，美国印钱，必须有外部世界接受，信用规模才可能膨胀。否则，如果新兴国家都筑坝挡水，美国财政赤字无限度地增加下去，就会促使资金从国债市场抽逃，而债务市场的崩溃将拖垮经济，美国最终会搬着石头砸自己的脚。

从某种意义上说，中国越刺激经济，越不减速，越是当前美国经济决策者最乐见的。因为这拓展了美国量化宽松的空间。那些鼓励中国放水冲沙，与美国大打货币战的人是“不怀好意”的。中国如不主动收紧货币，通胀肯定会演变为长期压力。

第二个伪命题是汇率绑架利率（加息引致“热钱”）。

“加息引致‘热钱’和升值压力”是个习惯性的误区。各类“想当然”的研究者不断地重复着这一根本没有得到实证的结论，最后大家都相信它是真的。但恰恰这是一个伪命题。

真正的逻辑是这样的：人民币内在的升值压力来自于经济的超速增长，进来的钱是搏泡沫和价差的，而非息差，如果国内坚定减速，抑制资产泡沫，跨境资本流入的压力就会减少，升值压力就会减轻。市场投资者也是这样理解的。

中国经济数据的实证研究表明，进口增速与短期国际资本流动（即外汇占款增量 - 贸易顺差 - 外商直接投资）呈现强的正相关，而进口增速通常被认为与国内需求（投资品）的增减相对应。过往几年的经验数据表明，当国内宏观调控加码，内需被抑制（进口减速）时，跨境资本流向将出现逆转，钱开始减少进入国内，甚至会流出境外。这是市场投资者的选择，与内在经济的逻辑相一致。

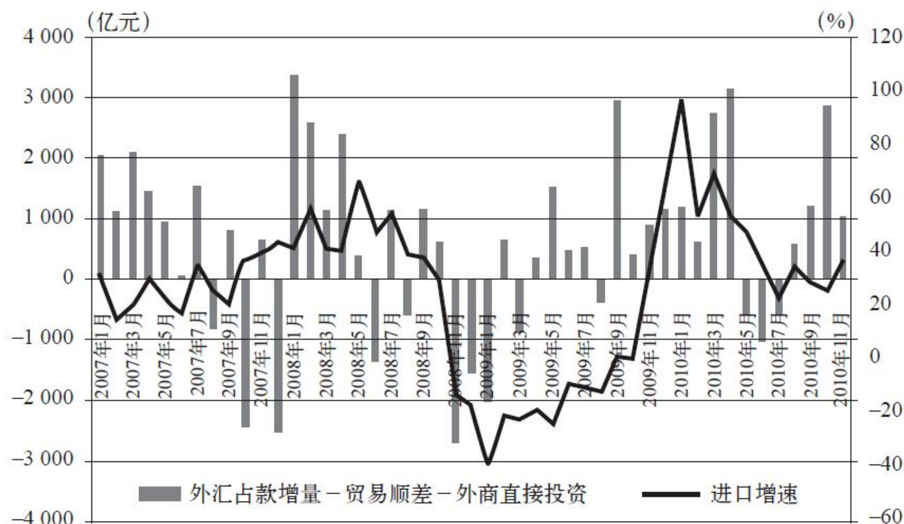


图 2–4　跨境资本流动与国内宏观调控的关系

资料来源：CEIC

第三个伪命题是经济减速对于就业的冲击。

在我看来，中国经济减速的冲击和央行紧缩政策的冲击被严重夸大了，经济减速造成就业压力在逻辑上并不构成直接关系。

中国经济要“保八”的理由一直都是就业，特别是2 000余万农民工的就业，关系到社会稳定。没有人论证过为什么是这个数字，也没有人怀疑过其中的逻辑。

理论上讲，一个经济体的实体化越高，抗冲击的弹性就越大，中国是一个有强大制造部门的经济体，中国的经济弹性在主要经济体中应属最高之列。这正说明20世纪90年代的韩国为什么能在流动性危机的冲击后迅速复原，而今天的希腊却不能。随着流动性退潮，商品价格下跌，制造业部门的竞争力会变强，经济在承压后很快就能恢复均衡。成本下降对激发企业家精神是有利的，对于促进就业是正向的。这样企业家就不会被成本逼迫着用机器替代人工和转移工厂，甚至干脆离开实体经济。

反过来讲，空心化的经济体受流动性紧缩的冲击肯定很大，因为其资产部门很大。

也可以这样理解，中国经济减速的成本是由资产部门（银行、地产和地方政府）来承担的，而不是中国劳工。紧缩与就业并没有太大的关系。

“积极稳健、审慎灵活”—笃信市场的困惑

2010年12月12日闭幕的中央经济工作会议指出，2011年中国宏观经济政策定位于“积极稳健、审慎灵活”，这是关于处理“保增长、调结构、控通胀”三个宏观目标的关系的政策原则，基本可以解读为宏观决策层不太会采取全局性紧缩的调控来应对当前日益严重的资产泡沫和通货膨胀，希望需求管理和供给疗法搭配（“稳健货币政策和积极财政政策”），通过发展和改革来解决各种棘手问题，如结构失衡、泡沫和通胀。

中国的宏观管理者一方面开始着手修正过往极宽的货币条件，回归稳健，但另一方面还是要防止因经济减速而出现泡沫的刚性破裂；选择的是“做实泡沫”的思路，希望实现通胀和泡沫的“软着陆”。

所谓“稳健”，我的理解是修正某些时候极端的“宽”，回归2003年以来常态的“宽”，货币条件要能满足经济平稳较快增长的需要。从另一个角度讲，要能维持当下人民币资产的估值水平。　　因为一旦资产出现下行，就意味着经济明显减速的开始。

这次会议没有提出具体的数量指标。时下传出的2011年15%~16%的广义货币供应量（M2）的增速，对应的可能是一个较为保守的经济增速（8%）。从现在态势看，2011年国内生产总值增长达到9.5%~10%的水平是大概率的，所以名义国内生产总值增速将在15%以上。如果在此基础上再加2~3个点的金融深化的货币需要，最后执行下来，2011年广义货币供应量增速可能和2010年差不多，还会维持在18%左右。

2011年信贷计划会比较紧，这也很好理解。中国经过两年的信贷高速扩张，未来必然会进入一个清理扩张后遗留风险的时期，包括房地产、政府平台贷款和过剩产能等等。信贷增速也会从2009年的33%的高峰逐级压缩至20%以下，甚至15%都是有可能的。中国银行业监督管理委员会（以下简称银监会）用资本充足率、动态拨备率、杠杆率和流动性比率四大监管指标织了一张监管的高压网，剑指国内商业银行粗放式管理模式存在的诸多风险隐患。毋庸置疑，在未来一段时间内，一定是

谁扩张，谁难受。

多数人预测2011年的信贷指标与2010年最初核定的7.5万亿元相当。但如果2011年中国经济不发生有效减速（经济增速掉到9%以下），总的信用供给规模不会减少（信用规模和经济总量增速有稳定的数据关系），信贷不能满足的部分，很可能就会通过债券市场来满足。2011年短期融资券、中期票据、私募企业债，甚至地方政府项目债放行都可能会有一个大的增长。

这次会议传递出的信息是，中国的决策者可能希望在不逆转货币条件的情况下，加快供给层面的改革（官方的说法是“转变经济增长方式”），从根本上解决问题。

为此，积极财政政策成为重要的给力点。通过在民生方向扩张供给，如大力推进公屋建设计划，大力推进医疗、教育、养老等民生建设，消除家庭的不安全感，提升他们的实际支付能力和收入，实质性提高消费能力；通过减税和减费（特别是减少企业上交的社保费用），推动私人部门和民营经济发展，扩大就业；通过对中低收入者发放生活补贴，增强其忍耐通胀的能力。

可以说，中国选择的方向并没有错。

但我所担忧的是，在通胀和泡沫条件下，结构性改革是否能够有效地进行？通胀和泡沫都是逆国民收入分配的效果，如果不首先将其压下去，反过来就会损害结构性改革的效果，甚至不得不停滞改革的进程。

在世界大国经济史上，目前还难以找到平衡政策完成重大利益结构调整的先例。

20世纪80年代初，保罗·沃尔克是通过大幅加息把通胀和泡沫打下去后，制造了一个小型衰退，然后才有里根的结构性供给疗法的功效的。

今天中国选择的很可能是前人没有走过的路径。

经济运行有其自身的规律。根据经典的周期理论，“繁荣—衰退—萧条—复苏”是必经的四个过程。经济要走出危机，必须出现熊彼特式的“破坏性创造”，它来自于对既有资源配置结构的根本性调整，从而产生出新的经济模式和财富创造方式。

萧条和阵痛其实是经济进行自我疗伤的一个必然过程，只有经历过萧条和阵痛，未来的繁荣才会更健康。

当凯恩斯经济学派将“熨平经济波动”上升至政府理所应当的职责之时，其实经济的自然规律也被改变，于是萧条不常出现，取而代之的却是衰退结束得更快，但复苏却不得不延后。

这或许正是笃信市场经济研究者的困惑。

（根据2010年12月17日参加中国人民银行货币政策委员会专家咨询会时的发言整理）

求赎大通胀

自2009年5月以来，大量资金从货币市场和债市“出走”，流进了高风险的权益市场。例如：石油交易所交易基金（ETF）、欧美和新兴市场的股票市场。尽管经济复苏之光还很微弱，却也使得全球股票价格大幅上升超过40%，在新兴市场甚至上升超过60%。尽管全球需求继续下滑，油价从2009年3月的低位翻了一番，铜价上升超过60%。毫无疑问，推动这一切的因素只能是通胀和美元贬值的预期。

很多人问我对后市怎么看。老实讲，现在我最担心的是美国长期公债利率的失控。

作为金融产品定价的基准，长期国债利率的快速上升，使得美国的银行信贷、企业债券和房地产融资等各项中长期金融工具的融资成本进一步下降的空间被封杀。因此投资和消费的回暖以及企业赢利的回升都将面临巨大的压力，甚至美国股市的估值也就到了顶，2009年3月份以来的反弹也很可能就要结束了。高悬的长期公债利率将使得深陷衰退泥潭中的美国经济根本看不到爬出来的希望。

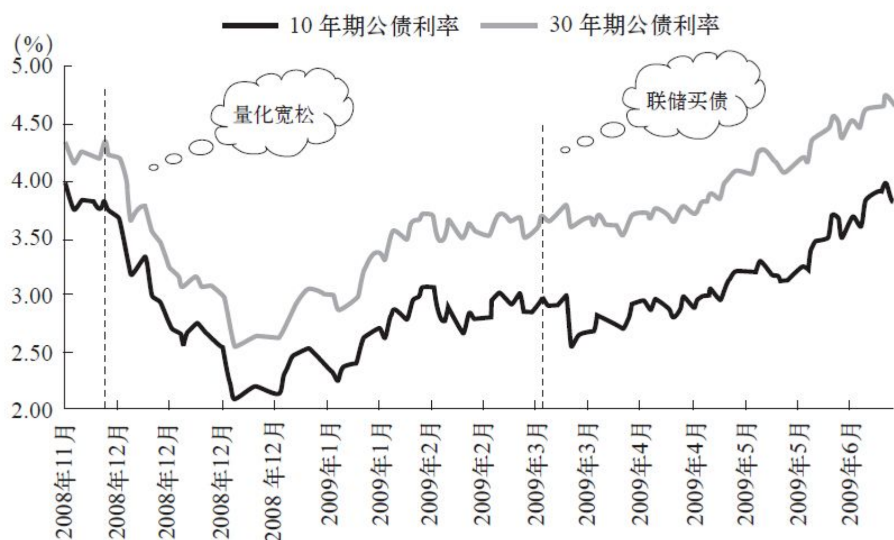


图 2–5　美国长期公债的收益率

资料来源：彭博社

事实上，美联储主席伯南克深明其理，所以美联储一直在跟长期公债利率较劲，但无论伯南克如何努力，美国的长期公债利率始终压不下来。

2008年11月初，美国人就开始尝试了所谓的“量化宽松”超常规的货币政策。伯南克从金融机构大量购买“有毒资产”，这种购买是不透明也不知道价格的，但据估计总量约有8 000亿~10 000亿美元。其购买方式主要有两种：一是拿美联储国债资产置换（美联储为此减少了3 000亿美元长期国债）；二是买入资产后，又用超额准备金付息的方式把放给金融机构的钱稳定在美联储的账上，所以流通中的货币没有显著增加（2009年第一季度从8 200亿美元增长到9 000亿美元），广义货币供应量也只增加了一成（2009年3月份广义货币供应量上升了 9.4%)。

随后，美国优质房产按揭证券（Prime RMBS）和美国国债的收益率都出现了大幅下降，并带动了美国30年期银行按揭抵押贷款利率的显著回落。但好景不长，随着经济面坏消息不断出现，利率开始迅速反弹，截至2009年3月17日，10年期美国国债的利率一度攀升到3.01%，比2009年年初已经提高了80个基点。

与其在压缩房贷产品的利差上下工夫，不如直接降低国债利率（基准），从而带动整个债券市场的利率下调。

2009年3月17日，美联储宣布未来半年内直接入市购买3 000亿美元的长期公债，这是美联储为了刺激经济、防止通货紧缩而进行的釜底抽薪式的最后一击。这次跟之前购买的性质完全不一样，货币当局直接买公债等同于“债务货币化”（直接印钞），意味着半年后流通中的货币将增加30%，广义货币供应量至少增加三成。若考虑货币乘数反弹，其增速甚至可能高达四成或五成。

2009年3月18日，美国10年期公债收益率当日骤降了50个基点，但随后就再也降不下去，并且一路上扬，6月8日一度上升至3.9%，甚至超过了3月17日的水平。2009年6月8日，美国30 年国债利率上升至4.6%，比2008年12月18日收市价上升了75%。

看看美国人的账单吧！截至2009年5月7日，美国账面上的国债余额是11.2万亿美元。美国政府于5月11日估计2009年度累积财政赤字为1.84万亿美元，是上一年度财政赤字的4倍。美国政府估计2009年10月～2010年9月的财政赤字为1.26万亿美元，2010年～2019年赤字总额则为7.1万亿美元，未来75年，美国未作拨备的社会保障计划负债已上升至51万亿美元。倘若计算在每年的预算案之内，纳税人每年要付出2.6万亿美元。2009年5月14日，奥巴马也开始担心“美国长期债项的负担难以为继”，“不能永远这样向中国人借钱了”。

事实上，现在的外部世界也自顾不暇，爱莫能助。中国、日本身处再平衡困境中，贸易出超大幅缩水，石油国家碍于美国军事强权的保护可能还要维系着石油美元的循环，但也只是杯水车薪。

美国政府财政赤字开始失控，国债大量供应，利率急剧飙升，大家都应该知道这对全球金融市场意味着什么，所谓的第二波海啸真的离我们远去了吗？

对于“天量”账单，三条路摆在美国人面前。

一是尽快找到新的财富创造模式，带动全球创业活动“集群式”迸发，用生产率加速去填充扔向世界泛滥的美元，以此抑制通胀的恶化。但短时间内，乐观吗？

二是节衣缩食，大力压缩财政的福利性开支。当然我们希望在痛苦

的时候，美国人能够“卖儿卖女卖资产”向世界其他国家融资，而不是扔出花花绿绿的纸币。但美国人愿意吗？

三就是零和博弈，牺牲别国利益以实现美国利益最大化。美国能做到这一点正是基于其拥有“无所不能”的美元霸权。

可以肯定的是，市场急跌的时候，美联储会再度出手，入市加大购买公债的规模，再次强行压低长期公债利率。坦率地讲，美联储入市买公债，这是一条不归路。此时的伯南克犹如朝着风车随时准备冲锋的“堂吉诃德”。

3 000亿美元仅仅是杯水车薪，也仅仅是开了个头。美国2009年和2010年发债规模各达2.56万亿美元和1.14万亿美元，2009年9月份以前还不是发债高峰期，发债规模并不大，大约在7 000亿美元左右，美联储若执行计划的话，大致需要买40%的份额，由于美国的财政年度由每年的9月开始，所以真正发债高峰要在第四季度才能到来（大约1.8万亿美元），在此之前，如果美联储不及时宣布大幅加码买入规模的话，恐怕市场预期也会把国债利率重新大幅推高。

虽然美联储宣布再买，但市场并不相信伯南克（伯南克曾说过，一旦经济好转就停止买债）。理性预期将开始发挥作用，增加的货币将全部直接表现在价格上。因为美元、美债的抛售狂潮或至，美元的汇价取决于其他储备货币印钞的情况，但全世界对于信用货币的信任若集体崩溃，将导致大宗商品交易所的交易型开放式指数基金和贵金属成为最后的避险天堂。

起初，期货的价格受到影响，并且使得现货和期货的价格相差巨大。但这个价差将逐步激发实体经济主体的恐慌，增加的存货需求使得公海上漂浮着一座座“浮动的油田和矿山”，投机者套利的冲动将逐步抹平现货与期货的价差。

实体经济没有好转，但价格就这样被货币推上去了，这是比世界金融危机前更惨的局面，美联储怎么办？加息？美国经济依然在恶化。美国的失业率已经达到9%，2010年可能会超过10%。任何提高利率的建议都将会打压增长预期。不加息？随着价格上涨，银行庞大的超额储备就会蠢蠢欲动，货币乘数反弹，短时间内就可能是堰塞湖决口，引发滔天洪水。通胀的实现至失控迟早会成为压垮企业和经济的最后一根稻草。

估计美国人是不会及时收手的，至少不会最早收手。全球化使得最先行动者的货币政策效果外溢而功效大减，但剩余世界特别是债权国和生产国，将受到重大的打击。

中国未来抗通胀的最大本钱就是高储蓄。中国为反击衰退已经耗费了巨大的政府积蓄，几乎占到国民收入的20%。地方财政空前吃紧，不然政府也不会义无反顾重新求索于房地产。这么高的房价，居然资本金比例还敢大幅降低，正是财政缺钱使然。

如果美国人真的把通胀搞起来，从常规上讲，财力耗尽的中国政府短期内将变得无牌可出。扛不住就意味着大量的制造业企业倒闭潮将到来。这回暴露出来的巨大的产出缺口，政府再无能力消化了。面临市场和资源双重约束的中国制造怎么办？那时候或是中国股市和中国经济真正的熊市降临。中国即便有高储蓄，也经不起这外来的一番再折腾。

这时候，若美国人反手加息，美元开始超强回归，全球资金开始再次向美国流动，美国人反过来拿着美元就可以到剩余世界来“收尸”。

当然，中国也并非就此坐以待毙。既然美国人已经非常规了，中国人就应该思考非常规的应对方式。这取决于中国人的决心和判断。

2万亿美债或许不得不作为一个筹码来对谈。虽然中国抛售美债会为自己带来一定损失，但是美国人更怕，他们承受不起。因为如果美国国债收益率失控，美国经济根本扛不住。“恐怖的平衡”不仅意味着“双输”，也可能意味着“双赢”，目的是将美国逼回到谈判桌上。

中国开出的条件：可以购买美债，或不再抛售美债，但美国必须推倒一切投资壁垒，向中国人开放美元，以“卖儿卖女卖资产”的方式向外部世界和中国融资，而不是用印钞票的方式来向全球推卸责任。

中国完全有能力敦促美国采取一种对世界负责任的处理国内债务危机的态度和方式，不能使用利己损人的方式走出危机。中国愿意跟美国携手，抛售美债只是一种反制性的手段，并不是目的，中国的目的是要把美国的投资和贸易壁垒全部推倒。实际上，美国是可以以资产置换来融资并处理债务危机的，而不是用印钞票的方式来解决问题。

（**2009年7月10日**）

伯南克的“不道德”

几乎所有的经济学家都在批评伯南克。

但是面对经济的疲态，伯南克还是坚持要把非传统的货币政策进行到底。伯南克说：“现阶段的问题已经不是我们是否有工具来支持经济活动和防范通货膨胀。我们所考虑的问题是，是否在任何时刻，我们使用的每个工具在支撑经济的行动中的益处，都将大于使用该工具的风险或成本。”

当基准利率降至零时，美联储的首选工具仍然是购买更多的美国国债和长期证券。伯南克说，这些购买行动将有助于缓解金融市场的状况。

眼下，美国楼市96.5% 的资金全靠政府提供，美联储若停止对“两房”供血，美国的楼市会再下一个台阶。没有楼市的复苏，对于资产推动型的美国经济，经济反弹的强音符还能奏响多久？

楼价反弹受制，美国金融部门数万亿美元资产的“毒性”如何消解？

至少到现在，我们还没有看到美国政府和金融机构有什么样的有效手段来处理其庞大的“有毒资产”。目前他们用的办法是在2009年年初改变了会计规则，把金融合约的清算时间从2010年推至两年后进行，从而掩盖了金融机构的真实亏损情况。所以，矛盾并不是被消除了，而是被暂时掩盖了。由于2009～2010年，美国房贷和信用卡贷款的坏账率都在不断上升，两年后“有毒资产”的“毒性”会更强。

金融部门如何从信贷收缩转向扩张？

对于深陷债务囹圄的家庭来说，被动“去杠杆”是一条“死胡同”，根本无法带领美国经济走向平衡。

“去杠杆”所产生的被动储蓄很难持续提高储蓄率、降低负债率。因为被动储蓄（对于政府来说是削减开支）→消费↓→企业利润↓→失业↑→收入↓，负债率（负债/可支配收入）分子分母都在做减法。

奥巴马和他的经济高官们心里很清楚，美国要想走出泥潭，只能回归再实体化、再工业化之路，以此带动就业的提升，重新走上可支配收入增长的轨道。所以奥巴马一上台就提出5年的“出口倍增计划”，提出要对美国跨国公司的海外利润增加高额税收。

但这谈何容易。

想要刺激政策作用于发达经济体，需要大幅提高新兴经济体的成本，高到能够迫使跨国公司回到发达经济体，重新带来生产力的地步。但这不太可能。全球供给体系中的贸易分工和金融分工已经持续了数十年，发达经济体的平均工资是新兴经济体的10倍左右，而新兴经济体的人口数为发达经济体的5倍。

美国需要再造一个新“实体”，与资源和能源面临的瓶颈的传统经济相对应的新经济形态，是什么我们还不得而知，但除此之外别无出路。

还有一点，我们心存希望。美国是领导型经济，有着“重构、创新和再投资”的体制活力，以及为全球经济的下一个长周期找到真实经济增长的根本动力。那就是企业家的创新精神、人力资本投资和技术进步。

复苏美国经济的最佳政策或许只能回归里根时代保罗·沃尔克的结构疗法—简化税制、降低税收，尤其要大幅降低企业的资本利得税，同时严格货币和财经纪律，紧缩政府的财政开支。这意味着经济要不惜忍受一个小型衰退的痛苦。

但奥巴马政府为此付出的代价或许是丢掉中期选举，甚至是政权。

只顾自己的货币扩张和财政赤字，从全球来看显然是极不道德的。

或许美国暂时还感受不到通胀的痛苦，但却导致了新兴经济体出现通胀和泡沫。随后，成本上升和货币升值最终将抬高发达国家的通胀水平。发达经济体最终也将回归紧缩。

不负责任的错误政策会让全球经济陷入多年震荡，直至停滞发展。越来越可能的结果是，随着全球货币贬值的失控，深陷资产泡沫的新兴经济体将引发新一轮的金融危机。

（**2010**年**9**月**1**日）

唯有主动减速应对量化宽松

量化宽松政策，其实就是通过印钞票来增加流动性。美联储在第一轮量化宽松(QE1)中，其资产由2007年6月的8 993亿美元上升到2010年11月的23 131亿美元，两年多时间增长了2.57倍，此举稳定住了金融市场，但没能救活就业。在美联储推出第二轮量化宽松(所谓QE2)之前，市场估计其规模在5 000亿～1.5万亿美元之间。但谁也不知道美国到底要放出多少钱，才能得到一个好的结果。

市场很担心，美联储以刺激国内经济为借口，释放更多的流动性，结果未必使美国的实体经济获得贷款，获得复苏动能。相反，大量多余的流动性将会转向虚拟金融市场，尤其是国际货币市场，引发美元暴跌和全球资产泡沫。到时候谁也跑不出来。

第二轮量化宽松政策初步定调是6 000亿美元，但留有“活口”，最终规模视美国未来的经济状况来定，这给市场留下了猜想的时间和空间。

第二轮量化宽松政策的预期目标是激活内需。在我看来，这取决于两点：一是家庭有借贷意愿，如果家庭部门相信长期低利率将产生高通胀，意味着未来的债务负担会减轻，或许其借贷意愿就会增加；但更关键的是家庭有借贷能力，而美国家庭部门长期过度杠杆化，正面对着资产缩水的状况。

很难看出量化宽松政策能撬动家庭部门支出。

量化宽松能否激发资产价格的如愿回升，是解决这一问题的关键。

量化宽松能否将楼市带起？

楼市被托住有可能，但带起恐怕比登天还难。20世纪90年代中期～2005年，美国人造了太多超出实际需求的房子。根据美国住房协会的调查，如果现阶段美国楼价向上反弹10%，美国家庭有出售意愿的楼盘会高达2 000万栋（很多家庭的第一要务是减债）。如此庞大的“影子库存”死死压制着美国的房地产市场。

楼价若不反弹，金融部门的“有毒资产”的毒性会更强。

现在美国的银行完全靠规则支撑，2009年4月，美国政府更改会计制度，准许美国的银行不必以市价计算持有的资产。到2010年上半年，与次贷危机爆发时相比,商业地产和住宅价格都已经下跌了40%以上。可以说，美国金融大厦的底层结构,比次贷危机爆发时还要差,而且要差得多。据统计，当下按揭负债的金额超出正常水平（楼宇实际市值的40%）近4万亿美元。

量化宽松能否将股市带起？

可以考虑的逻辑是，美国的量化宽松政策产生溢出效应，流动性涌入新兴经济体，使得这些国家的股市大幅上涨。同时，国内流动性的增加也会导致房价上涨。股价和房价高企催生了大量的融资和投资，经济因此快速增长。在短期内，通胀将提高企业赢利，同时也会掩盖短期投资的后果。

全球供应链结构使得美国跨国公司因此受益，因为其赢利的70%都来自于这些国家。跨国公司的股票因而上涨，反过来美国家庭的财富效应也开始发酵。但可惜在世界金融危机中，美国家庭财富缩水了30%～40%，光靠股票涨回去有点勉为其难。

一旦流动性减弱，美国被迫开始放慢印钱的速度怎么办？

这个拐点来自于通胀。

当新兴市场资产通胀演变成物价通胀，成本上升和货币升值将最终抬高发达国家的通胀水平，毕竟美国获得了超过70%的世界剩余产品。

高通胀预期会促使资金从国债市场抽逃，债务市场的崩溃将拖垮经济。届时，美联储可能别无选择，只有加息。全球资本流向的逆转将刺破泡沫，从而终结全球资产大通胀的盛宴。

当资产高度泡沫化的新兴市场被重重地摔下时，美国会得到什么？像伯南克和盖特纳那么聪明的人，是否早就预期到了这一幕？

新兴市场如何才能逃过此“生死劫”？

一方面要制止资本流入，另一方面还要准备“后事”—在市场转向之后，阻止资本抽逃。堵从来都是堵不住的，无论是进还是出。

对于中国来说，抑制资本流入的唯一选择，或许是经济主动地有效减速。换句话说，就是去掉实际汇率升值的“势”。减速意味着信贷需要严格紧缩，长期利率要上抬以抑制地方政府的投资冲动和财政需求，经济要忍受结构调整的阵痛。

如果新兴市场都这样做，美国将会“吃不了兜着走”。

（**2010年11月3日**）

周小川心中的“池子”是什么？

中国人民银行行长周小川“池子关热钱”的讲法引发了很多猜想。我仔细看了一下周行长表述的原文：“短期投机资金进来了，我希望把它放在一个‘池子’里，而不是放到整个中国的经济中去。等它需撤退时，将其从‘池子’里放出，让它走。这样能在宏观上减少资本流动对中国经济造成的冲击。”

周行长心中的这个“池子”是什么？

中国人民银行2010年11月10日晚宣布的“从2010年11月16日起，上调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点”，已经给出了答案。

先前有很多人猜测这个“池子”是股市。这可能是脑子有问题的想法。

资产价格上涨，会进一步推动货币流转加快。什么是货币量？什么是流动性？流动起来才是货币量。

如何才能不会冲击实体经济呢？

中国银行信贷90%都是以人民币资产作为抵押品发放的。资产价格上涨意味着信贷条件实质性地放松。当然我们能用熟悉的信贷额度的管制强行把信贷速度压制住。

但是银行体系内越来越多的闲余资金会被动涌向长期证券市场进行配置，反过来又会压低中长期利率，负利率加深又会驱动资产价格泡沫进一步深化。

自2003年以来，“中国式通胀”实质是由资产泡沫驱动的。

货币超发—资产泡沫（楼市飙涨）—城市服务性价格快速上涨，而服务中最大的成本来自于地价，因为地价驱动人工成本飙涨。

城市生活成本快速上涨—城市用工就有了涨薪的需求—城市工资的上涨又意味着农业劳动力的机会成本上涨—而劳动力成本的快速上涨是21世纪以来牵引着农产品价格上涨的趋势性因素。

有人说“热钱”进来了，企业正好可以趁着资金成本低发股、发债。这不是抱薪趋火吗？

通过资产价格上涨来推动经济反弹，而不是通过经济增长来推动资产上涨，终究只可能是泡沫。

现阶段中国经济最需要的是降温，主动减速。我知道有很多人反对这样的观点。

我不觉得中国经济速度掉下来是什么大不了的事，真会和中国的就业相关联？中国经济的速度靠重化工业，而那与就业关联不大。

如果速度下来了，流动性潮水退去，中国的商品价格将大幅下跌，反而会增加制造业部门的竞争力。它们是会活得更好，而不是更坏，会有更多的机会雇用更多的人，而不是被成本逼着用机器替代人工。

当然中国的银行系统要付出代价。国内地价普遍被严重高估，可能被高估了数倍，而银行资产主要以土地的担保抵押。流动性冲击将导致中国土地市场崩溃，成为银行体系的“幽灵”。这没什么大不了的。2010年前三季度中国四大银行利润就高达4 000多亿元，当下上市银行的利润占到了全部上市公司总利润的一半，现在是应该轮到它们为中国经济转型埋单了，而不是再挤压家庭来喂养它们。

周行长心中的“池子”绝不是人民币的资产市场。

其实没有多少可猜的，对于中央银行来说，把“热钱”圈起来放到“池子”里，无非准备金和央票（中央银行票据）两类手段。尽管目前准备金率已经处于历史高位，高达17.5%，但非常时期有非常之策，即便再往上提到25%，也不是什么太大不了的事。

而经济一旦降温，在投机资金逐步退出时，再慢慢将准备金放出来，以平滑人民币资产价格的压力，避免经济因失速而“硬着陆”，这或是宏观操作者的“深谋远虑”。

对于新兴国家来说，应对美国第二轮量化宽松的最好办法是紧缩，主动减速。减速是拒绝“热钱”最好的理由。

新兴国家显然吸取了20世纪90年代的教训，筑坝挡水，巴西和韩国课外来资本税，印度加息。如此，美国第二轮量化宽松将和第一轮量化

宽松一样起不到任何作用。

美国第一轮量化宽松用了1.7万亿美元，结果美国商业银行持有的国债增加了7 000亿美元，在美联储的多余储备则增加了1万亿美元，资金并没有流向私人市场。因此，美国失业率仍然高企，除了金融业一枝独秀(有赖于美国财务会计准则委员会更改会计政策的掩护)之外，经济增长像雾又像风，似有实无。美联储这次最多购买6 000亿美元国债，平均每月750亿美元。再加上按揭抵押债券回流的资金，每月最多可购买1 100 亿美元国债。

据计算，过去12个月美国政府财政赤字共1 295万亿美元，平均每月1 080亿美元。

美国第二轮量化宽松的唯一功效只是弥补财政赤字。

那些鼓励中国放水冲沙，与美国大打货币战的人是不怀好意的，是在帮伯南克和盖特纳。

伯南克和盖特纳需要考虑的是，如果新兴市场不接招，美国的财政赤字无限度增加下去，会促使资金从国债市场抽逃，而债务市场的崩溃将拖垮经济。美国将在货币战中一无所获，最终只会搬着石头砸自己的脚。

（2010年11月11日）

如何看待全球和中国的通胀前景？

中国不可能通胀？

通胀的恐慌开始蔓延，随着美欧货币印钞机开足马力，全球对于信用货币的不信任加剧，美元债券抛售压力空前，商品和贵金属一时间成为资金避险的天堂。

中国未来是否会被全球通胀空气所“传染”？

认为中国不可能通胀的理由主要有两个。

一是中国经济仍处于潜在增长水平以下，不会出现明显的通胀。

由此引申的一个问题是，中国的潜在增长水平到底在哪里？

2003年后，中国经济一直以两位数以上的速度在跑，从消费者物价指数看，直到2007年下半年才开始感受到明显的通胀，于是不少经济学家认为中国经济的潜在增长水平可能已经上移至10%～11%。2003年前，中国经济学界关于潜在增长渐成共识的测算结果是7%～8%。这也是政府制定“保八”的最原始的依据。而在现有可以找到的各种测算中国潜在增长率的文献中，结果大致在6.58%～9.7%之间。

在我看来，关于中国潜在增长和通胀的关系，至今有两个问题没能讲清楚。

第一个问题是中国经济增速自2003年达到10%以上后，真的就没有通胀吗？2004～2008年16个季度的国内生产总值平减指数，只有2006年的前三个季度国内生产总值平减被压制在3%附近（由于2004年下半年实施的高强度的宏观调控开始起作用），而其余季度的平减都显著高于3%。但中国的消费者物价指数直到2007的下半年才开始进入一个明确的价格快升阶段。而且主要还是在猪肉价格飞涨的带领下突破的，所以官方的经济学者经常将中国的通胀称为结构性的物价上涨，似乎这只是一个个体的、偶发性的事件。

第二个问题是倘若中国最近5年存在潜在增长水平的突破，那么是什么因素引导着这种突破呢？

客观上讲，20世纪90年代中后期以后，中国经济制度变迁的正向溢出效应随着政府主导性越来越强，一直处于逐步耗损的状态。粗放型的廉价工业化和城市化道路越来越受到资源和环境的约束，在投资经济的逼迫下走向出口经济，结构严重失衡的经济被牢牢地绑在美元战车上，经济脆弱性凸显。

老实讲，我不太看好最近几年中国潜在增长水平发生了跃迁的结论。何况转轨经济的潜在水平测定并无一个成熟的理论框架，先前7%～8%的研究结论也是模拟市场化国家模式的测算结果。随着制度溢价的消失和人口红利拐点的到来（估计在2015年左右），我更偏向于中国未来潜在增长水平向下修正的判断。

因此，强力要保住8%的增长是否会付出通胀的代价，这在逻辑上并不构成障碍。

二是中国的基本状况是总供给大于总需求，中国存在产能过剩和劳动力供求过剩，而这些与通胀不可能同时出现。

总供给大于总需求不是个新鲜事物，随着大工业革命和科技突飞猛进，“萨伊定律”（供给创造自己的需求）就已经作古，后面的事情都是有效需求不足。那为什么还有通胀？因为确立了中央银行制，印钞票短期内能够平衡供求。从这个意义上讲，通胀最重要的还是货币因素。也就是说，超发货币会使得货币供过于求，只要货币供过于求的水平大于商品供过于求的水平，那么即便商品不存在紧缺的现象，其价格也会上升（实际上是该货币购买力的贬值）。

产出缺口也非一成不变。随着去过剩产能化的演进，资本密集型产业供应能力的损失变得不可逆。尽管政府反衰退的折腾会使企业投资或出现误判，而使这一过程延长，但总体趋势不可逆。炼钢、炼焦的高炉停产就等于报废，工厂也无法找回失去的熟练工人，采掘因为缺乏新增投资和设备老化而产能下降，所有这些都使得产出缺口迅速缩小。尽管需求在掉，但供给可能掉得更快，特别是衰退时间越长，需求反弹就可能在时间上大大引领供给。简单讲，印钱就能使需求上升，但供给恢复则需要一个投资建设期。如此，在时间点上，出现产出缺口与敞口之间的转换，价格短时间内就能飙升。

总之，总供给大于总需求也好，经济衰退和产能过剩也罢，和通胀、通缩一样，都只是事物的结果和表相而已，不构成事物发生的原因。

全球通胀的前景看信用扩张

流行的观点认为，危机将美国的“影子银行”的信用机器彻底摧毁了。随着资产归零，包括经纪自营商、对冲基金、私人股本集团、结构投资工具和渠道、货币市场基金以及非银行抵押贷款机构都遭受了灭顶之灾。

所以，即便当下美联储资产高速扩张了一倍多（从2008年9月的

9　000亿美元上升至2009年6月的1.9万亿美元），但货币乘数也掉了一半多，所以整体上其信用规模并没有扩张，或还在收缩。美联储跟金融部门置换“有毒资产”的钱，大部分被以超额准备金付息的方式稳定在美联储的账上，反正此时金融机构也不想出去干活。这就是个“堰塞湖”。

当然，在“影子银行”得到有效清理之前，信用还会处于紧缩之中，与基础货币发行量互相抵消。未来美国信贷市场即便恢复正常，货币乘数肯定也回不到那个虚妄繁荣时代的水平了。但是我们不能拿当下极端不正常状态的货币乘数说事，现在不是缺钱，而是外面的世界不够安全。

未来不通胀，除非两条：一是美国金融部门永远恢复不了，那不是世界末日吗？二是美联储能在经济复苏前，及时回收多余的钱。怕的是在经济真正复苏前，价格就已经涨起来了。那时美联储会收吗？美联储已经直接买了公债，这和先前传统的量化宽松手段有本质区别，债务货币化的结果将增加流通中的货币，无论货币乘数反弹与否，信用都将同比例扩张。

随着价格上涨，银行庞大的超额储备就会蠢蠢欲动，货币乘数反弹，短时间内就可能是堰塞湖决口，引发滔天洪水。

美国“滞胀”的可能性

典型意义的“滞胀”发生在20世纪70年代。其直接因素有两个：一是美国与阿拉伯世界的冲突恶化导致油价上涨；二是工会力量强大，尽管衰退，但刚性工资与物价螺旋式上升。

但大背景我还是认同长周期理论的解释。第二次世界大战以后，军工技术转民用的革命所带动的经济长周期增长动力衰竭后，新的载体还没有出现，没有新的财富创造机制去填充多年扩张性货币和财政政策所遗留下来的账单。20世纪70年代正好处于两个长周期的交替期。

今天会不会历史重演？

当下或也处于两个长周期的交替期。起始于20世纪80年代的信息、网络革命，在2001年随着新经济泡沫破灭而动力衰竭，后面靠着次贷、全球化红利，回光返照式地强撑了5年。拒绝及时调整的结果是，2008年以一场大危机来终结。

下一个带领世界经济进入长周期的载体在哪里？目前尚不知道。可以明确的是，政府前所未有的反衰退行动所遗留下来的天量账单，只有等到新财富创造机制出来后，才能开始真正意义上的偿付。

此外，直接的因素或强或弱也是存在的。

原油的供给不是一个竞争市场。价格上涨的时候，寡头垄断的市场倾向于限产保价。今天基础商品的金融属性也已远非40年前可比，决定基础原料价格的已不再是工业的供需双方，而是对冲基金等“影子银行”。印了那么多钱，谁能保证只把资产泡沫吹起来，而不进入商品？货币又没长眼睛。

看看美国人的账单和美国公债的利率，就知道到最后什么资产都是不安全的，唯有商品。因为通胀最后也会成为压垮企业和经济的最后一根稻草。

全球化因素使得美国人将制造的部分都转移到了剩余世界（中国），所以工资与物价螺旋上升变得不那么容易。

所以今天美国通胀的核心就是看油价。如果油价能长期扛着，美国经济“滞胀”状态再现的可能性就极大。当然，美国人发明了一个“核心通

胀”的概念，剔除油和粮食，也可以将未来理解为“低增长和低通胀”的搭配。但新兴市场资产通胀演变成物价通胀，成本上升和货币升值最终将抬高美国的通胀水平。

中国通胀的实现

中国通胀的状态跟中国的经济结构一样复杂。

因为政府和企业把通胀的相当一部分因素扛掉了。政府压资源和要素价格，靠环境红利垫付，靠财政补贴支撑企业进行产能扩张，企业靠压劳工报酬为外部世界生产。

所以，现有的通胀因素在中国的消费者物价指数和生产者物价指数中显现出来真是不太容易。以至于，有时候“猪”（价）变成了决定中国消费者物价指数的关键，因为这个领域政府控制力弱，占比却很大（占消费者物价指数构成的7.5%）。

由于消费弱，所以生产者物价指数向消费者物价指数传导也异常艰难。

但难传并不意味着不传，而是不得不迂回地传。而一旦开始传导，经济肯定会面临一次大变。这个逻辑基本是这样的。工业利润变得越来越薄，资金就大量涌向资本品，土地和地产价格涨起来了，城镇的生活成本、商务成本也随之上涨，工资就开始被倒逼着上涨。

务工成本上涨意味着务农的机会成本上涨，于是牵引着农产品价格上涨。

基础原料价格上涨是政府控制不了的，而今天这一部分在整个制成品的价值构成中占70%。各方面成本上涨后，最终就只能强硬地推动制成品价格上涨。但这个阶段注定是短暂的，因为没有需求来承受。中国通胀显现的最后阶段通常是对经济杀伤力最大的阶段，货币当局急了就开始强压，在企业倒闭潮过后，就是经济的“硬着陆”和通缩。

这也是很多经济学家不认同中国会出现长期通胀的重要原因。而事实上，如果纵观整个通胀实现的过程，就会感到中国经济犹如被活生生地闷在一间充满“通胀”蒸气的锅炉房中，不得舒展，直至耗尽体力而虚

脱。

（2009年6月2日）

资产泡沫之后必是滞胀

农业部的朋友跟我讲，原以为连年农产品丰收，会有价格下行的压力，而现在却是全面上涨。

不久前我碰到一个在政府做政策研究的朋友，说起此事，他说是中国的农民学聪明了，将自己劳动力价格上涨计入了农产品。

而我说，是政府明白了，每年按计划通过调粮食收购价来增加农民收入，农民多年来对工业、城市的奉献也应该获得相应的补偿。

其他农产品价格则受到城市成本的强烈牵引。

土地和地产价格涨起来了，城镇的生活成本、商务成本也随之上涨，工资就开始被倒逼着上涨。务工成本上涨意味着务农的机会成本上涨，于是牵引着农产品价格上涨。这可能是政府最担心的货币向消费者物价指数传递的通道。

其实，中国的物价通胀早就飞得很高了。

服务性价格最大成本是什么？是地价。好在很多服务性价格进不了消费者物价指数，这是唯一值得安慰的，市场也很喜欢，因为楼价、股价可以继续炒。

如果小麦、面粉的价格没涨多少，餐馆的阳春面就不能涨价，这样的逻辑，只有发改委会这么想。

郎咸平说，中国的日常消费品跟美国差不多，稍好一点的消费品（甚至很大部分消费品的原产地就是中国）都比美国贵得多。而中国家庭收入只相当于于美国人的1/10。

道理很简单，中国的商业成本根本不支持厂商“薄利多销”的营销策略。面对伴随地价快速上升的商业成本，只有靠着高价低量策略为生，国内卖不出去的，就靠政府财政补贴卖到国外去。到国外倒是可以实现“薄利多销”，因为国外的资产价格低。

“中国式通胀”的路径是：货币超发—资产泡沫—物价上涨。当然这

里的物价是与老百姓生活息息相关的物价，而非统计局的消费者物价指数。

很多人认为，中国的货币难以传到物价。

理由一：资产泡沫是物价通胀的灭火器（因为过多的货币被吸收了）。真不知道他们是在哪里修炼的经济学。道理我上面讲了很多。货币超发—资产泡沫—物价上涨的逻辑在中国从来都是通的。

理由二：过剩产能抑制通胀（如产出缺口、储蓄大于投资等）。实际上，产能背后是资源，资源总是瓶颈。因为资源基本完成了寡头垄断的市场布局，所以需求下降时，不是降价，而是限产。

制成品生产商在饱受其苦后（利润压缩），也只能减产。供给若掉得比需求快，这个常识性的结果学过经济学的人都应该明白。

坦率地讲，我对传统的产出缺口对通胀的压制作用越来越不信任。在全球化高速推进十余年后，现在的产品价值构成中，制造部分的附加值占比越来越低，而基础原料和无形资产的高附加值成为主体。以钢为例，铁矿砂和焦煤的成本就占了钢价的70%以上。如果棉花价格大幅上涨，服装价格要不要涨呢？

“理由一”和“理由二”在某种意义上讲也是相关的。产能过剩、产出缺口、储蓄大于投资，根源在于收入分配恶化，有效需求不足，国内形成的购买力与产能相比极其悬殊，才会有顺差。

而另一方面，越是贫富悬殊，越可能形成资产泡沫，这是个经济规律。财富越是向少数人集中，资产就越成为资本追逐的游戏，甚至一些原本看起来只可能是消费品的东西，也可能会脱离消费品属性，成为资本品，例如水仙花、普洱茶。

当大蒜和辣椒都能成为过剩资本攻击的对象时，通胀实际上已经病入膏肓了。

当过去经济增长的原动力在资产泡沫中消磨殆尽以后，剩下的结局就是滑向滞胀。

我们现在是全民思“炒”。

对于前途的失望，使得累积财富的第一念头就是“炒”，而不是创业。因为货币贬值速度远超创业的财富增速。

现在利润来得最快的全是交易性机会，我相信，像阿里巴巴那样的公司，未来几年都很难再现了。

有时候回过头来看，我倒是觉得危机后的美国或许有希望。若真的起用保罗·沃尔克上台，狠杀投机和华尔街的资产泡沫，这个国家的人就会开始回归实业了。

关于未来，我有一个不希望成为现实的基本判断：中国未来泡沫的破灭不太可能由内部力量主动去刺破，很大可能会来自外部冲击（美国的实业再造和中兴）。只是时间还没到，或许还需延续一两年。

中国的救赎之路在于转型。转了型，泡沫就做实了，所谓转型就是泡沫“软着陆”。当然，有泡沫就转不了型。资产价格这么高，能完成城市化而实现需求崛起吗？

事实上，我们已经错过了一个低成本、快速城市化的路径（周边赶超型国家都是抓住低成本时期完成城市化突进的），这在经济学上叫“路径依赖”，真有点“回头太难”。

纵观现代国家的发展史，大的社会利益格局调整总是在经历剧烈社会和经济阵痛后才发生的。中国若连短期的经济正常减速都不愿意承受，又如何能完成结构转型？

所以，当过去经济增长的原动力在资产泡沫中消磨殆尽后，剩下的结局只能是滞胀。

（**2010**年**2**月**4**日）

滞胀隐现

2010年5月是欧洲债务危机急剧恶化的一个月，欧美各国陷入了短期通缩。面临冲击，各国政府采取的依然是“放水冲沙”、“以债养债”的办法，即仍采取量化宽松的货币政策和低利率政策。这种政策可能会维持很长时间，包括债务货币化的过程也会加剧。

和2008年的世界金融危机相比，这一次的危机以及政府的救助计划显得更为曲折。欧美经济在经过十几年的高福利政策后，政府债务已经处于相当高的水平，而上次危机采取的救市政策加剧了这种情况。大量私人债务转化为政府公共债务，使投资人对政府的偿债能力和信用产生了怀疑，导致国债利率激增，而利率激增反过来也对投资和消费形成制约，冲击实体经济，最终使得危机愈演愈烈。

危机的救助依然没有什么好办法，只能通过债务负担转嫁掉。这是储备货币国家的天然优势。现在每发行一美元所带来的利益损害，70%将会由海外美元持有者分担，这相当于对全世界美元持有者征税。这是现行的国际金融体系赋予拥有铸币权国家的特殊禀赋。

欧债危机对2008年世界金融危机以后经济反弹的可持续性，投下了很大的阴影。救助计划附带的财政紧缩有可能将该地区的经济带入恶性循环，因为财政收缩意味着家庭福利的削减、需求衰退，经济减速甚至负增长。如此，经济增长不可能强劲到可以提振就业水平和削减财政赤字的程度，反而会使得债务越来越重，利率高企反过来会对实体经济的投资和消费形成重压，变成恶性循环。

2010年还不是希腊债务偿还的高峰期，希腊2010年的债务是150亿欧元，之后三年每年的本息偿付额都高达300多亿欧元。在负担加重的情况下，希腊是不是能够如愿达到紧缩财政的救助条件还不得而知。从目前希腊等国民众对收缩政策的反应来看，经过长期的高福利政策后，让“自由人权”的欧洲文化去承接通缩痛苦，其能力很差。所以，7 500亿欧元的救助计划是否能把欧洲拖出来还未知，欧洲债务危机后的复苏以及救助前景还很不确定。

美国也一样。从目前来看，数据的改善只是一个幻影，美国房价在经过数月微弱的反弹后，现在又转头下跌。自2007年中期以来，美国住

宅楼宇及商业楼宇急跌40%以上，因为家庭要去杠杆，被银行接手的房屋在过去一年里激增了500万栋，预计未来两年内还将翻番，这些“影子库存”死死地压制了美国房价的反弹。

如果没有房价上涨的支撑，美国的经济复苏是不可持续的，因为美国还没有找到另外一种像网络革命那样的经济增长动力。当一系列超强度的短期刺激政策走完后，导致危机爆发的基本面问题仍会浮现出来，并成为决定这个国家未来经济形态的主导性因素。

所以尽管美国经济崩溃的可能性微乎其微，但是“不死不活”、“维系低增长”将是美国经济在未来很长一段时间内最有可能的状态。而因为有货币的支撑，尽管需求不振，但能源和食品的价格也很难掉下来，还将面临“胀”的压力。

资产价格不再可能出现世界金融危机中“断崖式”的下跌。在流动性充沛的环境下，一旦货币派生的速度有所加快，甚至还有可能把价格推得更高。从某种角度讲，欧美货币储备国家的日子要比新兴市场国家好过得多。因为在生产国将面临生产成本高企、需求不振的问题，企业的利润缩减使得未来资本支出的意愿下降，投资减速将放慢就业需求，国民收入、劳动者报酬就没办法快速提高，消费转型也成了一句空话。

最近一段时间，中国南方出现了一系列要求增加工资收入的停工事件。很多人希望能够打通这样一种逻辑：工资上涨，劳动者可以有更多的钱拿出来消费，这样可以刺激需求，企业利润就会改善，企业也可以调高定价，转移这部分成本，以此形成一种良性循环。

但是往往事与愿违。因为工资成本在企业面临的总成本上升中只是一部分。在全球流动性的汪洋大海中，外部输入型的成本上升对中国企业构成很强的压力。可以想象，身处油价80美元/桶和铜价7 000美元/吨以上处境的中国制造是何等艰难。

在国民分配的大格局中，整个劳动力报酬取决于就业与工资，一旦工资增长的速度或生产成本上涨的速度超过劳动生产率提高的速度，就会使企业利润减少、企业投资意愿减少，就业需求降低，国民报酬的份额不能提高，对于消费就起不到正向作用。

但是，不能把板子打在劳动者身上，这是中国长期靠货币驱动的泡沫经济产生的恶果。按照原测算，中国的劳动者红利至少可以延续到

2015年，也就是至少还有四五年的时间才会出现“刘易斯拐点”，但是为什么好像到今天就撑不住了？这实际上是中国这么多年靠货币超发导致泡沫经济的恶果，其大幅吞噬了中国的劳动者红利。最近要求涨工资的停工事件似乎已说明中国劳动力市场的拐点已经提前到来。

因为资产价格快速上涨，城市生活成本抬高，劳动者的实际生活支付能力在下降，并且已经达到了一个不能承受的地步，当然要被迫地推动工资上涨。

用行政手段倒逼工资上涨，最后的结果很可能就是全社会的劳动生产率出现停滞甚至下降。因为对企业来说，不可能通过内部管理完全化解成本压力，这就是所谓“滞”的根源。另一方面，因为货币不收使经济成本不断上升，这就会形成所谓的“滞胀”—不是说经济停滞或负增长，而是增长的动力开始大幅趋弱。

单从2010年5月的消费者物价指数看，通胀很温和。因为其环比较上月有回落，但是这并不意味着经济中实际的“胀”减轻。关键是“胀”本来已经很高，只是一直以来都没有真实的东西能够反映出来。

继续维系刺激政策的后果，无非是把中国的高物价水平顶住。

关于3%是加息“临界值”的说法，事实上货币当局并不看重消费者物价指数，中国加息政策为什么迟迟出不来？实际上只需看一看2009年大规模的经济刺激政策，包括4万亿元的投资和10多万亿元的信贷主要流向了哪些部门，就能明白其中的玄妙。

加息直接对应的是，那些建立在未来10年地价持续增长基础上的地方政府平台贷款会化身为银行的“幽灵”。因为加息会导致资产价格下跌，地方政府的土地转让和税收不能顺利实现，这种“时间换空间”的游戏就不会有圆满的结局。所以，必须要尽可能长时间地保持未来低利率的环境。

作为银行，储户的利息率在更长时间内被压制在低位，这使得银行天然的利差可以持续，实际上相当于储户部门间接地不断在为银行部门注资，这跟汇金一次性注资的道理没什么两样。如此，银行至少能够为未来可能的坏账率上升争取时间并储备应对的弹药。可以说，银行和政府作为中国经济最强势、最具决定性地位的部门，对加息的意愿决定了中国货币政策的取向。

虽然中国的经济政策变量对真实的经济状况不具备反应能力，但是既然大家认同加息与消费者物价指数之间的关联，也不排除货币当局在不久会“表示”一下，只是要形成连续的真实调控性动作，基本上是不可能的。

（**2010**年**6**月**18**日）

中国或会容忍更低的经济增长和更高的通货膨胀

“蒜”你狠，“豆”你玩，这一次是“姜”你军和“糖”高宗。

粮食价格开始显著上涨，农民开始不愿以政府收购价卖粮，各地面粉加工厂都报出显著高于政府价的价格到处收粮。尽管中国的主要粮食作物是封闭运行且价格高于国际市场，失控的风险应该不大，但政府感受的压力绝对不轻松。

过去10年，中国滞后6个月的狭义货币供应量增速与当期消费者物价指数被发现具有高度的同步性。当狭义货币供应量增速突破20%以后，随后都会出现消费者物价指数的快速上涨。2004年如此，2008年亦如此。但是当2009年年末，狭义货币供应量增速接近40%之后，6个多月过去了，消费者物价指数却依然在3%弱势徘徊。

我们不知道，从2008~2010年不到三年的时间里，中国的经济结构发生了什么实质性的重大变化，以至于这一精确的数据关系至少在尺度上大大地“缩水”了一号。

中国超发的货币到底有多少呢？

2002~2009年，中国人民银行的资产从5万亿元涨到24万亿元，广义货币从18万亿元涨到68万亿元，超过美国的8.8万亿美元，成为全球第一，而中国的国内生产总值只有美国的1/3，中国的银行资产从23万亿元涨到88万亿元。而同期名义国内生产总值只涨了1.83倍。

实际的物价通胀真的没有来吗？中国的通胀演进逻辑从来就是：货币超发—房价地价上涨—物价上涨。因为服务性价格的最大成本构成就是地价，好在很多服务性价格要么权重严重脱离实际的需求，要么干脆就进不了消费者物价指数，这或许是成就温和消费者物价指数的唯一原因。通胀开始恶化多是由粮食等生活资料价格的大幅上涨而引发的。

很多人愿意把当前的农产品价格上涨看做是结构性因素，或天气，或灾害，而有意抹杀掉其中与货币金融的联系。实则大谬。

当超发的货币大量涌向资本品，土地和地产价格急剧上涨，城镇的生活成本、商务成本也随之上涨，劳动者的实际生活支付能力却在下降，已经达到了一个不能承受的地步，当然要被迫倒逼着推动工资上涨。这是相对的，务工成本上涨意味着务农的机会成本上涨，于是牵引着农产品价格必然趋势性地上涨。反过来工业的利润变得越来越薄，更多资金从实体出走，又会推动着资本品价格更快上涨，这是一个自我强化的循环。

而另一方面，当人类进入工业化、城镇化加速阶段，耕地面积缩小是必然趋势，人类靠什么来养活不断增加的人口？靠的就是农业劳动生产率的提高。其中一个重要的创造就是化肥的使用，这就使得农业和化石能源建立了天然联系。而今天石油和金融资本的密切相关性，使得当下农产品价格总是紧跟着油价而波动。

当下危机的最大悲剧在于纸币价值的幻灭。当危机发生后，政策制定者总是倾向于借货币贬值来为过去的错误埋单。

鉴于全球粮食价格已显奔腾之势，2011年上半年对于中国人民银行来讲，又是神经紧张而又左右为难的时期。经济刺激效应的自然消失，经济增长率将可能在2011年第一季度回落到8%以下，而消费者物价指数却有可能在2011年上半年攀上5%（如果没有人为干扰）。

所以我们看到，已经有了预防针式的政策建议声音发出了，中国需要容忍更低的经济增长速度，也需要容忍更高的通货膨胀。

经济学家不可能代替政府决策，我们能做的只能是猜想—决策者最可能的行事逻辑。未来一两年内，中国主动收紧货币的概率依然很低，如果外部环境没有重大的变化，我想延续8年的中国“宽货币”格局将得以延续。

（2010年8月25日）

无奈的弱美元

印度提高准备金率，巴西宣布对外资进入股债两市课税2%——新兴市场的紧缩行动引起了美元息差交易的平仓异动，部分资金从新兴市场的股债市和商品交易所流出回补美元，美元指数在跌到74后出现反弹。

不过，千万不要以为美元的弱势就此到底了。

因为美国经济自身的结构调整和恢复增长才刚刚开始，可控的弱美元或许是当下美国财政部长盖特纳和美联储主席伯南克最愿意看到的结果。

很显然，疲弱的货币能降低美国出现通缩的风险，并促进全球失衡的调整，美国现在太需要出口驱动型增长了。美国人减少消费和金融规模，增加实业和积累，如此经常项目持续改善是未来美元获得支撑走强的必要条件，同时弱货币所支持的较高的全球大宗商品的价格也有利于美国"再工业化"（低碳工业模式）的实现。当然，顺手赖掉巨额债务（美国庞大的对外投资随着美元贬值而获得巨大的资本盈余）只是弱美元意外收获的副产品而已。

危机开始时，很多持美元强势观点的分析者认为，尽管美国经济可能会在较长时间里难以提振，但欧、日经济复苏的速度与程度可能还不及美国，而汇率反映的是国与国之间的相对实力。他们的错误在于，一国货币一旦成为了本位货币，其汇率与其经济的基本面关联会变得异常模糊。比如，日本经济自1989年泡沫破裂后，其经济体在国际间的地位下降，但日元对于美元的汇率总体却在上升。

美元汇率强弱取决于本位货币的供求机制。

经济学家罗伯特·特里芬早在20世纪60年代就指出，基于美元的全球货币体系存在内在缺陷：全球希望得到更多的流动性，而流动性却只能通过美国以经常账户逆差的方式来提供，但货币债务的累积迟早会破坏人们对这一关键货币的信心。事实证明，这个"特里芬难题"具有伟大的先见之明：布雷顿森林体系于1971年崩溃。

维系美元不致崩溃源自于本位货币的一套自平衡的机制。

持续的经常账户赤字最终将会导致美国的对外净负债上升。一旦对外净负债与国内生产总值的比率超过了债权国能够承受的水平，那么债权国将会停止为美国提供融资，美元汇率将大幅贬值以最终纠正美国的经常账户赤字，而随着美国出口改善，经常项目赤字缩小，美元又会重新获得支持而上升。

但这套机制有一个重要的隐含前提：通胀不能失控。对于美国来讲，就是油价的上涨将吞噬掉出口增加而改善经常项目收支的努力。美国进口增量中油价波动的贡献高达70%～80%。如此自平衡将会失灵，从而引发美元崩盘。

最近10年，我们看到这套机制似乎异乎寻常的顽强，尽管美国的经常项目赤字和对外净债务都创了历史新高，美元却最终也未显崩溃之势，以至于导致本次百年一遇的全球经济衰退的原因是美国的房地产市场泡沫，而不是像很多经济学家在次贷危机之前担忧的那样，是美国长期的经常账户赤字而滋生的美元危机。

弱美元的韧性拜赐于1997～1998年亚洲金融危机后新兴市场国家对于储备的重新认识，它们需要出口驱动型的增长，并保护自己不受危机的影响。在浮动汇率机制下，储备的累积不再是多余的，而是越浮动，储备的需求越大。这直接导致全球3/4的货币储备是在最近10年之内累积起来的，成为一种悖论。正是这种悖论支撑了美元。

随着危机对过去制造国和消费国搭配模式的彻底清算，全球经济再平衡的运动意味着全球流动性需求的被动收缩，美国的信贷规模是萎缩的，广义货币供应量（M3）是萎缩的，美国家庭的储蓄率持续上升至接近两位数的水平，经常项目赤字随之大幅下降了近一半（比之2008年的8 000亿美元），而美元的供给却由于一系列救市措施刺激产生的政府赤字而激增。刚刚结束的2009年财年赤字高达破纪录的1.47万亿美元，而奥巴马宣布，未来10年的财政赤字将增加2万亿美元而扩展至累计9.05万亿美元的天量。

作为一枚硬币的两面，中国、日本和石油国家贸易出超的大幅收缩，使得海外为美国提供的债务融资出现了巨大缺口。美国财政赤字急剧恶化，一场自我实现的货币危机随时可能接踵而至。

人们开始对美联储保持独立性并确保长期财政偿付能力产生越来越大的怀疑。当盖特纳要借钱时，不太独立的美联储或将只能被迫购买公

共债务。这将促使投资者加快逃离美元。美元可能会重挫，长期利率可能会飙升，经济会重新掉入“硬着陆”的深渊。

这便是当下美元贬值的全部逻辑。从某种程度上讲，美国财政政策回归可持续性是改变美元弱势之本。

从长期来看，改革当下昂贵而又效率低下的医疗保健体系，几乎是奥巴马政府降低财政赤字率、保持财政负担可持续性的唯一希望。因为衰退的经济状况不允许政府将税率大幅提高。如果不改革，美国财政的义务性开支（社保和医保）将很快超越可支配开支，成为美国政府的主要支出，预期有关占比将于2019年上升至80%。人口老龄化的加剧，意味着社保、医保的上涨成本将由越来越少的劳动人口承担，美国医疗保障和社会保障体系的财务状况会急剧恶化。其中，医保基金预计将于2017年“弹尽粮绝”；社保基金预计将于2016年入不敷出，2037年“弹尽粮绝”。美国财政将陷入空前的绝望之中。

2009年第四季度以后，奥巴马的医保改革将进入国会攻坚阶段，如果不顺利或者最终通过的妥协版本比预期大打折扣，都或许会激发市场对美国财政恶化的绝望情绪，从而引发美元贬值的失控。

当然，当下弱美元的可控性从目前来看还是可以期待的。

最本质的原因在于现行的国际货币体制未到寿终正寝的时候。当下盛行的“脱钩论”其实是虚妄的。非储备国家之间根本就形成不了真正的贸易平衡。只有储备货币国家，才可以持续维持贸易逆差，因为其在外贸中所需支付的只是本国央行和财政部发行的货币，而非外汇储备。从这个意义上讲，现在中国乃至全球跟美国都在一条绳上，把美元推倒了，世界将一片混乱。

（**2009年10月8日**）

第三部分

“宽货币”与泡沫

中国“宽货币”终结的内外条件

自2003年以来，中国进入了一个历史上最宽松的货币时期。

尽管期间中国人民银行的货币政策的表述历经了“适度宽松”、“宽松”、“适度从紧”、“从紧”等多次变化，但每年中国人民银行都向市场注入了大额净头寸，2006年是14 500亿元，2007年是4 700亿元，2008年飙升至18 600亿元，2009年更是高达27 500亿元。2010年1~6月份，中国人民银行曾经试图加强从市场回收流动性，通过公开市场操作回收头寸6 100亿元，通过三次提高存款准备金率冻结头寸9 500亿元，对冲掉外汇占款增加额10 903亿元，2010年上半年中国人民银行从市场净回收流动性4 697亿元。但是，2010年5月份随着欧债危机的加剧以及对国内经济所谓“二次探底”的担忧，中国人民银行第三季度在公开市场净投放头寸9 470亿元，再加上2010年6月19日“汇改”重启，外汇占款猛增1万亿元，在整个第三季度，市场投放的净头寸增加了1.9万亿元之巨。货币政策事实上重回了极宽的轨道。

表 3–1　中国人民银行向市场投放的净头寸的变化

	截至2010 年 9 月	截至2010 年 6 月	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
公开市场操作净投放	3 370	–6 100	1 990	–8 794	–9 128	–7 711	–13 380
外汇占款	20 574	10 903	25 530	34 456	30 808	22 221	16 200
存款准备金调整	–9 500	–9 500		–7 000	–17 000		
央行向市场投放的净头寸	14 444	–4 697	27 520	18 662	4 680	14 510	2 820

资料来源：中国人民银行

与其说是中国人民银行在向经济中注水，不如说是“被注入”，因为外汇占款成了这个时期绝对的货币供给的“主水泵”，中国人民银行在多数情况下都是被动的。尽管这个时期的中国人民银行可以称做是全球最繁忙的央行之一，央票和存款准备金率频繁操作，却依然无法对冲掉外部涌入的水。宏观严重失衡的矛盾累积和汇率改革的失措，只不过是以外汇占款的形式彰显了出来。

中国的货币超发了多少？争议很大，史上一直就有“中国货币迷失之惑”。因为不断有以往非市场的要素（例如土地）被资本化，注入经济体中。即便如此，我们也可以从简略的指标看看货币之量。

2002~2009年，中国人民银行的资产从5万亿元涨到24万亿元，广义货币从18万亿元涨到68万亿元（超过美国的8.8万亿美元，而中国的国内生产总值只有美国的1/3），银行资产从23万亿元涨到88万亿元，而同期名义国内生产总值只涨了1.83倍。

若广义货币供应量未来两年回归17%的设定增长目标，2012年，中国的广义货币供应量将如预期突破100万亿元人民币大关，广义货币供应量与国内生产总值的比值将达到2.5，美国这一比值只有0.6~0.7，日本只有1。

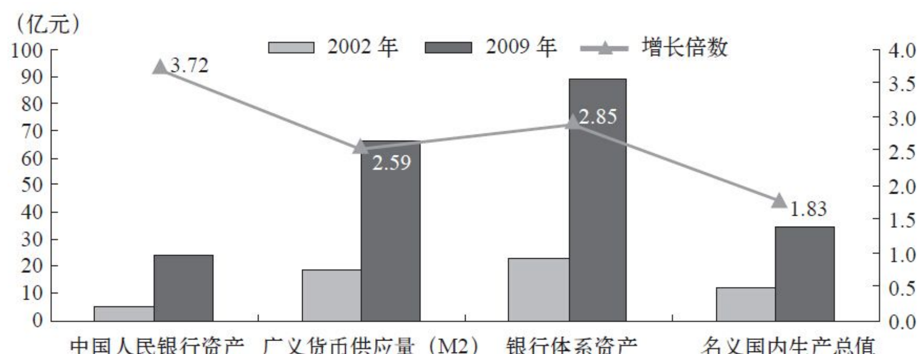


图 3–1　2002~2009 年中国人民银行资产、广义货币供应量、银行体系资产与名义国内生产总值的增长比较

资料来源：中国人民银行

中国历时已久的“宽货币”何时终结是所有人都关心的问题。

一旦来临，则意味着人民币及人民币资产将向下重估，对于宏观经济来讲，是全局性的信用收缩。

在我看来，“宽货币”终结取决于内外两个条件：

从内部条件看，人民币出现贬值压力，引发资金外流：从外部条件看，美元长期强势确立，过去十几年全球跨境资本流向将逆转，大量资

金出现长期持续回流美国的态势。

先看内部条件，人民币何时会出现贬值趋势呢？我以为，只有当以下两类情况发生才行。

一是中国立即放开资本项管制，从某种程度上讲，人民币被高估的同义词是人民币自由兑换。如果现在宣布放开国内居民和企业人民币换成外币去海外投资的限制，将会出现怎样的情景呢？谁会用能买得下伦敦金融城周边高级公寓的价钱去买北京四环的普通商品住宅呢？大家都会作出理性选择。

二是经济主动地有效减速，或者说是去掉实际汇率升值的“势”。因为人民币内在的升值压力本质上是经济的超高速增长，而减速意味着信贷需要严格紧缩，长期利率要上抬以抑制投资冲动，特别是地方政府的财政需求，经济要忍受结构调整的阵痛。

显然，以上两种情况都是短期内可能性很小的政策选项。

尽管通胀压力的累积已经越来越严重，但“宽货币”依然需要维持，这是因为宏观决策者不希望看到资产泡沫刚性破裂。破裂是件很麻烦的事。因为随着人民币资产估值下沉，土地市场将落入谷底，政府平台债务将演变成银行的“幽灵”，从而使得整体信用陷入收缩，而中国银行信贷的90%都是以人民币资产作为抵押而发放的。经济有可能失速而“硬着陆”。

“保增长、调结构、控通胀”是相互矛盾的政策目标，最后总会妥协于“保增长”，政府对平滑短期增长速度的关注似乎大大超过了推进结构改革和经济转型。

“宽货币”的内部终结条件难以产生，未来的终结就只可能看外部条件的变化了。

未来外部世界存在两种可能。

一种可能是因当下的全球汇率战升级而失控，储备货币国家以货币贬值的方式为过度的负债埋单而最终导致货币危机。我们将会看到由于美元贬值所掀起的货币狂潮和世界性的严重通胀，而后，美国会大幅加息以抑制恶性通胀的到来（主要是油价的失控）。

另一种是好的设想。一旦美国的经济再平衡初显曙光，工业再造的战略布局完成，美国的全球领导型经济重新恢复其“重构、创新和再投资”的体制活力，美元就将进入一个持续上涨的阶段。

这两种可能性在短期内都还难以看到端倪。

但只要其中一种可能性到来，中国的泡沫就到了头，届时政府即便想稳也稳不住了。到那时，中国经济遭遇“硬着陆”将难以避免。

因此，中国唯有抱定闯关的决心，加快自身经济增长模式的调整。若以“鸵鸟”政策来维持，中国的宏观稳定将悬系于外部货币条件的变化，这始终是极其危险的。

当下“紧信贷”的宏观调控只是不敢全局紧缩的无奈选择。

既然不敢主动启动“宽货币”的终结条件，就只能通过数量管制和微观（行政）手段来应对宏观问题。

中国经过两年的信贷高速扩张，未来必然会进入一个清理扩张后遗留风险的时期，包括房地产、政府平台贷款和过剩产能等等。信贷增速也会从2009年的33%的高峰逐级压缩至20%以下。中国银监会用资本充足率、动态拨备率、杠杆率和流动性比率四大监管指标织成了一张监管的高压网，剑指国内商业银行粗放式管理模式存在的诸多风险隐患。毋庸置疑，在未来一段时间内，一定是谁扩张，谁难受。

放任“宽货币”，怕刺破泡沫，而通过微观管理（行政手段）处理宏观问题，控制信贷增长而放任资金成本过低，终究不是办法。经济有其自身的规则。

行政手段或能在短期内抑制资产价格，但经济中货币的整体水位还在快速上升，随着货币从楼市中溢出，必将推高物价通胀压力，整体负利率的加深也将导致资产价格的上涨。市场反过来会迫使我们改变长期以来所习惯的市盈率（租金回报率、内部隐含收益率等等），人们的风险承受能力也会被负利率所催升。资产价格的泡沫本质上是人的动物性宣泄。这是金融经济学中资产定价的最基本的道理。股市、楼市会不会降，会降多少，最终还要取决于整体的负利率水平变化。

尽管中国人民银行启动了34个月以来的首次加息，但价格工具的效果需要经过一个传导的过程，关键在于要使得被调控者相信调控者坚决

抑制通货膨胀和资产泡沫的意图和决心，然后作出相应的自觉调整，从而使得经济指标达到政策目标。否则，价格工具的效果将难以显现。

政府是否已经抱定了刺破泡沫、经济主动减速的决心？市场是否相信很重要。政府犹豫的时间实在是太长了，全局性紧缩政策的掣肘实在太多，出其不意的一次利息调整恐怕很难使市场相信。

“宽货币和紧信贷”的搭配使得资产泡沫失去了未来“软着陆”的前景，通胀也会越来越严重。在“宽货币”终结的外部条件出现前，“中国式通胀”将不可避免地演变成一种长期压力。

（**2010年10月18日**）

中国货币扩张的退出

2010年1月，中国人民银行超预期地提升了存款准备金率0.5个点，这被认为是中国货币紧缩的信号。而事实上，中国的货币紧缩从2009年第三季度就开始了。银行拨备的提高、过剩产业的贷款和股市融资被叫停、房地产政策调控的启动等显示，中国式的退出是“薄雾潜行”。

为什么要退呢？

从外部看，美欧的退出可谓遥遥无期。尽管从2009年下半年开始，美联储和欧洲央行的官员们就不断出来喊话，但这无非是临时性地平缓市场高涨的通胀情绪。

关于美元的弱势，此处不再重复。市场看问题其实很直接，就看美国国债孳息的收益率。面对美国长期国债收益率激升，美联储怎么可能轻易放弃对长期证券的收购呢？很多分析师喜欢看美联储的资产负债表规模，没错，美联储是在缩表，但关键要看其长期资产什么时候开始出售，这才是实质性的退出信号。

现在“两房”95%的资金供给全靠美联储，美联储如何能退呢？

长期债券的利率高企，刚有起色的美国成屋销售又要转跌，违约率还要攀升，投资和消费的转弱将导致美国经济比预期更快时间和更大幅度地二次探底。

从经济周期的历史上看，美联储的首次加息平均发生在失业率见顶后的6个月时间。但是太久远的历史比较没有多大意义。最近20年全球化的推进和金融虚拟部分爆炸式增长，使得货币到物价通胀之路越来越长。所以我们看到，1992年失业率见顶20个月后美联储才开始加息，2003年失业率见顶12个月后美联储开始首次加息，近20年来失业率见顶后加息的时滞变得很长。

乐观地看，美国于2010年第一季度失业率见顶，我个人倾向于：只要通胀不失控，美国会长期将实际利率维系在一个零利率（甚至是负利率）状态。未来数年美国再现连续加息周期的概率很小。

在弱美元的预期下，2007年中国生产商存货投资激增的一幕或将重现。这是经济走向过热和通胀自我实现的过程。

从内部看，物价通胀的高度将由“过度货币供应”和“产出缺口”对决。

我无法知道，中国经济中所谓狭义货币供应量的货币通胀效应是否再次灵验。最近10年，中国滞后6个月的狭义货币供应量增速与当期消费者物价指数被发现具有高度的同步性。2009年11月末，狭义货币供应量增速为34.6%，广义货币供应量增速为29.7%，之后6个月的物价会怎样？见仁见智。

但是，我们看得真切的是资产泡沫已起。

产出缺口开始迅速收窄。出口被认为是中国产出缺口的替代观测指标，2009年12月大幅超出预期的强劲进出口数据被认为是触发中国人民银行提前提升准备金率的重要原因。不仅是进出口，工业也反弹至接近20%的高位，外国人最信任的数据—发电量，2009年12月创下30%的同比增幅（经季节因素调整后月环比折年增幅高达50%）。

一旦“产出缺口”被“抹平”，对通胀再无牵制作用，过度的货币供应将导致通胀率快速上升。而目前中国金融系统内存在的过量货币已经达到了历史的峰值，这有可能导致通胀在未来的几个季度内难以控制。实证研究也表明，一旦“产出缺口”转正并超出潜在产出的1%~2%，中国的通胀率将可能达到4%~5%，处于中国人民银行“容忍区间”的上限。

坦率地讲，我一直不信任传统的产出缺口对通胀的压制作用。在全球化高速推进十余年后，现在的产品价值构成中制造部分的附加值占比越来越低，而基础原料和无形资产的高附加值成为主体。以钢铁为例，铁矿砂和焦煤的成本就占到钢价的70%以上。而在基础原料方面基本上是寡头垄断的市场格局。

中国经济现在已经不是讨论“要不要”退出的问题，而是选择何种退出政策路径的问题。

对于任何宏观当局来讲，面临总需求上升和通胀压力时，政策的选择无外乎两个方向：对外升值和对内紧缩。

对于一个重商主义的经济体而言，升值的内在动力何在？

我们的现实利益（就业＋社会稳定）都压在这里，而出口部门恰恰在扮演贡献就业的角色。如果短时间内他们没有了生计，中国经济就只剩下重化工了。没有就业，就没有收入，那何来消费呢？显然，汇率调整已经无法将中国带出失衡的泥潭。

既然内在动力缺失，那就看外部压力。危机后的美元进入了风雨飘摇时期。

当下美元的汇率很大程度上是靠人民币的“软钉住”来维持的。全球最大的钉住美元的超级经济体一旦抛弃美元锚，美元的跌势很可能就会加速。　　全球资产和商品价格将出现急升，随后将是通胀恶化，泡沫破裂。而中国需要的是经济和就业的稳定，出口恢复能顶住政府投资日益递减的功效。尽管中国跟那些将货币挂钩于美元的国家一样，将为此付出“进口”越来越严重的资产泡沫和物价通胀的代价，但总的来讲双方还是各取所需。

重申一下，人民币汇率是政策变量，不是市场决定的，市场只能猜谜。如果外部压力不强，宏观当局调控路径的选择肯定是先对内紧缩，收货币，看看通胀演化；只有等到压不住的时候，才会有动汇率的考虑。

从对内紧缩来看，中国货币扩张退出的关键在于信贷 。

很多人紧盯着中国人民银行的货币政策，而事实上，中国的货币扩张几乎全靠微观机制（银行加杠杆）完成。2009年中国人民银行的基础货币投放增速刚刚达到两位数，全年多数月份都处于净回笼状态，但是银行却放出了接近10万亿元的信贷，货币乘数反弹致使中国的狭义货币供应量和广义货币供应量创了近十几年的新高。

扩张如此，退出亦如此。

同样的，只要微观机制被严格锁定，如银监会的资本约束和拨备提高，货币流通速度就要下行。2010年的货币扩张肯定会显著下降。当然，从2010年1月份前两周的情况看（传言前两周信贷新增已经突破万亿元），恢复严格的信贷额度管理依然是中国宏观调控最有效的手段。

坊间流传甚广的一个观点是，因为这一次是政府主导的经济刺激，所以政府不会实质性收紧流动性，“所谓10万亿元信贷，一收就可能有5万亿元坏账”。这话对，也不对。

关键是要分析企业自己为预防2010年的紧缩，预留了多少存底。

2009年有一个显著的现象就是企业存款的增加非常惊人，全年有5万亿元的增长，增速高达38%，比各项存款的增速要高8～9个百分点。这证明大量信贷资金并没有被企业支用，没有形成资本形成。另外还有一点，在城镇固定资产投资的资金来源中，来自信贷的资金规模比银行贷款统计中的中长期贷款规模要低出许多，达1.6万亿～1.7万亿元。但是在正常年份中，这两者的规模是相差无几的。这是2009年一个非常奇特的现象，只能说明，有大量资金没有被企业使用，没有变成固定资产投资的完成额。因此，即使2010年信贷紧一点，规模在7万亿元以下，也不会造成4万亿元投资项目的“烂尾工程”。

既然调控的核心是信贷，我判断，中国人民银行会以最常规的流动性管理组合应对：逐渐抬升货币市场利率＋提高存款准备金率或差别准备金率＋定向央票，以此约束银行的信贷扩张能力。

中国人民银行的谨慎主要是基于货币政策效率不佳。

如果被调控的主体不在资金运用的边界上（超额准备金率在3%以上，主要银行贷存比降到60%），数量工具的效果将显得相对有限。

如果经济体中融资主体对利率缺乏相应的敏感性，除非非对称加息（只加存款利息率），否则利息调整可能会导致更加严重的错配。因为利息调整是对于全社会经济利益的重新分配，经济体中的弱势群体（私人资本和中小企业）每次都是受损的对象。

尽管我认为加息不会作为宏观当局主要的调控政策来考虑，但或许会有避免实际负利率的跟踪加息。

如果2010年上半年严格执行信贷从紧，如果美元不出现失控和大宗商品价格的超涨，2010年消费者物价指数将呈现前高后低，新涨价因素由总需求决定，我们预测在2%。而全年翘尾价格因素的高点将出现在6月和7月，幅度达到2.3%，考虑到新涨价因素的月度波动，2010全年月度消费者物价指数高点或不会突破4%。

如果物价前瞻性变化趋势如此，2010年上半年或会出现一次加息，但连续加息的周期难现。

（根据**2010**年**1**月在瑞银年会上的演讲整理）

看不出泡沫“软着陆”的前景

继2010年1月中国人民银行对信贷投放过快的个别银行实施惩罚性的差别化存款准备金率之后，2010年10月12日，中国人民银行再度上调中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行、招商银行、民生银行的存款准备金率0.5个百分点，期限为2个月，缴款日定在该周内。据初步估算，预计此次上调存款准备金率或冻结资金1 680亿元左右。

但我们大可不必以此判断中国货币宽紧的信号。

由于结构性改革的迟缓和汇率改革的失措，自2003年以来，中国经济一直是被动注入货币。中国人民银行何曾有过自主的时候？只是扮演清道夫的角色而已。外汇占款是货币供给的“主水泵”。毫无疑问，这一次动准备金的缘由无非是外汇占款又显快增之势。

同2007年第四季度中国人民银行对外宣示要加快渐进升值步伐一样，人民币自2010年6月19日重启升值之路后，10月11日人民币兑美元中间价为6.6732，创下了2005年汇改新高；此间，外汇占款经过两个月的低迷走势之后，8月份外汇占款再度冲高，当月新增2 430亿元，超出当月外贸顺差及外商直接投资新增之和近580亿元， 9月份外汇占款有望突破3 000亿元。

中国的货币政策和信贷政策从来就是分割的。

过去中国人民银行一直在操作货币的数量调控，并且多是被动式的，在公开市场操作（央票）和存款准备金率之间来回权衡，以对冲掉外汇占款的不断增加。

由于管制利差，价格手段对于商业银行约束有限，所以信贷调控事实上被与货币政策隔离开来，在多数情况下，都是通过下达具体的信贷额度和信贷增速，单独进行约束。

虽然，存款准备金率对于银行信贷扩张有约束，但必须在边界上时才能起作用。当商业银行资金总是闲余时，准备金率效果也只体现在银行间体内资金价格的波动。

分析师们总在评估货币政策紧和松。而银行体内与体外往往呈现冰火两重天。一方面实体经济的借贷利率不断上升（上浮部分），显示信贷在收紧；而另一方面在银行间市场，公债到期收益率被汹涌的闲余银行流动性压得不断走低。

中国经济虚拟部分的价格（资产价格）主要由银行间体内的利率所决定，而非实体信贷的利率所决定。

未来很长一段时间，中国将呈现“宽货币、紧信贷”的搭配。

选择“宽货币”，是因为宏观决策者不希望看到资产泡沫的刚性破裂。破裂是个很麻烦的事。因为随着人民币资产估值下跌，土地市场将落入谷底，政府平台债务将演变成银行的“幽灵”，从而使得整个银行信贷陷入收缩，因为中国银行信贷的90%是以人民币资产作为抵押而发放的。经济有可能失速而“硬着陆”。

未来“宽货币”、低储蓄利息率是大概率的事情。

连续强力度的行政手段或许可以把楼价打压下去，不许买第二套、第三套房，但这样的行政成本很高。目前的手段虽能够提高住房作为投资品的内部隐含收益率，或使得楼价回归，但依然是属于微观手段管理宏观的范畴，而全局性的中长期利率低企无法改变。这是动态调整的过程，一相情愿只能是“刻舟求剑”。

货币从楼市溢出必将推高物价通胀压力，整体负利率的加深也将导致资产价格的上涨。市场反过来会迫使我们改变长期以来所习惯的市盈率（租金回报率、内部隐含收益率等等），股市、楼市会不会降，会降多少，最终还要取决于整体的负利率水平变化。

中国地方政府的土地财政体制性痼疾决定着中央银行货币政策的取向，使得“宽货币”状况得以长期保持。

当下，中国通货膨胀的深化是无可避免的。为了防止通胀失控，将利率提高至通胀率之上的水平是必要的，即维持积极的真实利率。这是在接下来几年中，中国能保持宏观稳定的唯一方法。否则，当外部货币条件突然发生变化时，中国经济遭遇“硬着陆”将不可避免。

把中国的宏观稳定悬系于外部条件是一件极其危险的事。我依然看不出中国式泡沫“软着陆”的前景。

（2010年10月13日）

重读朱总理离任时的经济嘱托

2002年年底，朱镕基总理离任前重提“恐高症”，强调在大好形势下一定要看到问题，不要被冲昏头脑。“我预料（国内生产总值）全年会超过8%—我不希望超过8%，这个形势太好了，我有恐高症，我就是怕太高了，太高将来怎么办？你能维持8%吗？或甚至于更高。”他认为，楼市经济是靠不住的。“现在投资的增长60%靠房地产，房地产的推动能力很大，建筑材料工业、钢铁工业都上去了，但将来如果没有这样的拉动力怎么办？难以为继啊！”他又说，“我也不是说问题很大，我就是说，某些城市—我没说全部城市，它的房地产有一点热，不是‘过热’，是有一点热，现在就应引起注意”；“我们要更加着力培养人民群众的购买力，特别是农民的购买力，才能拉动这个生产，而不是单纯靠投资”；“这个房地产，特别是高级房地产，尤其是在大城市的高档房地产能不能保证卖掉呢？你不能把这个风险都加在银行身上，我只是提出一个预测，也不是警告，要小心一点”。

学者们常用房价收入比和租金回报率衡量不合理的中国房价，在体制下却是理性选择的结果。

从供给面上看，地方政府垄断土地供给为房价提供助涨的引擎。于是体制下，中国地产商就不再是简单生产企业，而是土地银行，其获利模式是靠经营大量土地储备并从土地未来升值中获利。只要银根不紧，地产商几乎没有任何压力，拿地和开发的钱几乎可以全部来自信贷。更关键的是，地方政府与开发商高度的利益同向，打死了开发商，政府的收入从何而来？地方政府会自觉地控制供给为开发商保值。出了那么多“地王”，地产商却不用担心有一天“面粉比面包贵”而最后砸在自己手里，因为政府会主动和他们协商，以保持最大的共同利益。比如容积率，给他们提升个百分之几十，可以给他们加楼高，甚至修改规划等等，办法多得很。所以，“痛痛快快地拿地，有节制地开发”是中国房地产业稳赚不赔的金科玉律。

从需求面看，城市化和工业化加速阶段所蕴涵的刚性需求，货币超发所导致的通胀恐慌逼着房屋完全脱离消费属性，而沦为跟黄金一样的天然保值品。黄金没有使用价值，而中国房价可以不必看租金回报率。

其实，更关键是信贷条件的放松。如果银行系统愿意为未来负债和资产质量恶化承受更多的责任，中国超级大的人口基数足以将没有支付能力的需求变成现实需求，并能释放很多年。当然中国金融部门技术低下会制约其杠杆放大能力，但人口基数实在巨大。尽管不能像美国人那样搞花样翻新的各种次贷创新，但中国人倾三个家庭之力足以攒齐一份房贷的首付。

在中国，银行的房贷几乎很少顾及借贷人的第一还款来源和能力。最近我看到一位台湾作者写的书，她在德国大学当研究员，有一份不算微薄的薪水，想贷款置业，却不被银行通过，因为她得证明在未来还贷的10年、15年或20年期间持续有固定收入—那就是得有持久的工作合约才行。这在中国有可能吗？

尽管最近政府调控房地产的“稻草”密集地扔出，但仍然不能就此排除中国房价是否还会进入一次飙涨阶段，因为中国经济中本能的极强的投资和信贷的“动物精神”仍在。

房价下跌趋势形成在中短期还难以奢望，除非取消期房预售和迅速开启物业税，决心准备好了吗？2009年卖了4.4万亿元人民币的房子，回笼的资金足够地产商撑过一年半载。面对不确定的未来，开发商也会调整策略，尽可能控制新开工量和延长建设期。现金若过快变成资本形成，一旦形势有变，那将是“下油锅”的感觉。2007年和2008年盲目开工所形成高库存的教训，我相信多数开发商还是心有余悸。如果不是危机及时到来，恐怕当下的地产商要倒掉大半。

而未来两三年中，银根已经难以实质性紧起来了。这一轮政府投资主导的经济刺激，注定明后年内货币供给和信贷都会维持一个高水平。只要整体银根宽松，地产商不愁拿不到钱，没有必要再倾销。

尽管有很多理由支持中国的房价跌不下来，但从长期看，任何国家都不可能抗拒未来人口和社会结构变化的客观规律—老龄化。当一个国家的家庭财富主要由房产构成时，当“90后”的中国富裕家庭都拥有（或继承）三套以上的房产时，谁来维持这个国家的家庭财富不贬值？靠那些想进城的农民工吗？这的确是一个值得思考的问题。

（2010年1月21日）

中国的资产泡沫向纵深挺进

中国人民银行在2010年年初的会议可能是让经济学家失望的。

他们强调提高金融支持经济发展的可持续性，维护金融体系健康稳定运行。从中国人民银行报告解读出的信息表明，他们更担心的是经济复苏出现反复，他们要防止是所谓的经济的二次探底。

基于这样的基调，近期不应再对用货币紧缩抑制地产投机抱太大的希望，市场却为此注入了兴奋剂。京沪的楼市再现恐慌性买盘放量，一线城市的房价出现快升。

全社会固定资产投资信心将会因为高房价而得以维持，国家新批准了数条高速铁路工程，大中城市轨道交通建设热情正达到无以复加的地步，江苏一下子要建11条城铁，重庆提出万亿元投资规划，而湖北高达12万亿元的投资规划更是堪称宏伟。

中国的资产泡沫开始向纵深挺进。

市场预期中国人民银行会越来越朝着他们所期望的方向前进—人民币兑美元的名义汇率升值。

普适的理论是建立在以下这一平衡式的基础上的：

实际汇率的升值＝名义汇率的调整＋通胀的内外差异。这里所说的是真实的通胀水平，当然也包括更广泛的资产泡沫。

从理论上讲，一国实际汇率的上升，要么通过名义汇率的升值来做平等式，如果没有从名义汇率上反映出来，它必定会表现为国内通胀的上升。而国内的非贸易部门，比如房地产或者服务业价格的大幅上涨则是这种通胀表现的常态。这便是国际经济学著名的“巴拉萨—萨缪尔森效应”。

当下的中国正处于资产泡沫的水深火热之中。

回归以上的平衡式，未来政策就有了两个可能的选项。

一是通过名义汇率调整（更准确地讲就是人民币兑美元的升值）来给国内的资产泡沫降温。

二是处理平衡式的左边，去掉实际汇率升值的“势”，通俗地讲，就是经济减速。

这是自然的理论推演。

减速意味着信贷需要严格紧缩，长期利率要上升以抑制投资的冲动，经济要忍受结构调整的阵痛。对于习惯了以“保增长”作为首要目标的政策决策者来说，对于经济下滑的关注似乎大大超过了推进结构改革和经济转型。“中国必须要保持相对高的增长速度才能保证就业的增长”，经常被用做拒绝经济减速的理由。

所有的迹象表明，政策选项一迟早会被抬出来的，但理论上的名义汇率和通胀之间的“跷跷板”效应却未必能如愿。我们更愿意相信这一政策目标的反面：资产泡沫的进一步升级而至最终破裂。

“巴萨”的“跷跷板”效应能否见效，取决于当名义汇率升值以后，该经济体的既有结构是否足以支持贸易部门的资源如愿地向非贸易部门转移。

而当下市场配置资源的机制在中国是缺失的。金融、主体运输、电信、电力等，受到“垄断”力量的控制，私人资本无法涉足或集聚。实际情况可能还远不止于此，当下国有部门依托着“反危机”政策所凝聚的“要素资源和资本的空前优势”，大肆进入第二产业中攻城略地。

可以想见，贸易部门因汇率升值而挤出来的资金，将会只有两个去向：一是短时间内大量涌入虚拟，资产泡沫再进一步做大；二是向外走，这取决于外部经济和资产价格吸引力的增强以及挣脱资本管制的成本大小。不管怎样，最终结果都是一样—泡沫的破灭。

破灭的道路有两条，一是现在就破灭，二是在破灭之前继续疯狂一把。选择现在回归理性（经济主动地减速），我们将会看到比现实更为美好的未来，再疯狂一把，我们的代价将是10年以上的衰退。

对于市场上那些嗜血如命的境内外投资银行和金融资本大鳄来说，他们非常渴望在中国“如火如荼”的资产泡沫上再淋上一瓢“汇率升值”的油，然后从“疲惫”的中国经济身上榨干最后一点精华再离开。

（2010年4月7日）

灰色收入与中国房地产泡沫

中国的灰色收入与房地产被关联在了一起。

根据世界银行的最新报告，在美国，5%的人口掌握了60%的财富。而中国则是1%的家庭掌握了全国41.4%的财富，财富集中度远超美国，成为全球两极分化最严重的国家之一。

电力、电信、石油、金融、保险、水电气供应、烟草等国有行业的职工人数不到全国职工总人数的8%，但工资和工资外收入总额却相当于全国职工工资总额的55%；平均工资是其他行业职工的2～3倍，如果加上工资外收入和职工福利待遇上的差异，实际差距可能更大。

中国改革基金会国民经济研究所副所长王小鲁教授关于灰色收入的调查报告认为，城镇居民收入中没有被统计到的收入估计高达5.4万亿元，遗漏主要发生在占城镇居民家庭10%的高收入户，占全部遗漏收入的3/4。

无独有偶，瑞士信贷近日发表的一份研究报告显示，中国富裕家庭至少有9.3万亿元收入没有向官方申报，这些收入绝大部分是“灰色收入”，并没有体现在官方发布的统计数据里。报告中说，80%的灰色收入都集中在最富有的一部分人手里。

如果我国的财富分配状况果真如此，那么中国房地产泡沫问题就非常清晰了。

按国家统计局的人均可支配收入数据计算，我国城镇居民的房价收入比一直在10倍左右，住房市场却持续火爆，这始终是国内外研究者面对的一个不解之谜。2009年，全国新房成交额为4.4万亿元，加上二手房的交易，整个房地产市场的交易额高达6万亿元人民币。如果按统计收入计算，扣除贷款，这一数据已远远超过了城镇的10%最高收入户的全部收入总额。这是一个无法用统计数据解释的现象。

灰色收入的调查可以在很大程度上解释为什么中国房地产价格能够持续多年保持高速上涨。

我们试想：如果在中国5亿城镇人口中，4%的家庭占有了60%以上的财富，假使房产资源完全供需平衡，也不能实行完全市场化经营。按照“价高者得”的原则，4%的家庭购入50%的房产，其余96%的家庭抢购剩余50%的房产，就会造成46%的房产供需缺口，房价还不涨到天上？所以，某些人一直强调的所谓按供求规律办事，不过是对经济学一窍不通的牙牙学语。

如此，当下中国住房的空置率高企，我们也就不足为怪了。

正是因为所谓的市场化机制，导致中国房地产市场的价格畸形，并引发了严重的社会矛盾，而这种矛盾已经到了不可调和的地步。造成房价畸形的根本原因，来自于既有的经济体制所导致的财富分配过度倾斜（灰色收入的来源主要是钱权交易、公共投资与腐败、土地收益的分配、其他垄断收益的分配等）。如果我们不解决中国财富占有的“原罪”问题，就应该去掉住宅市场化规则（向德国模式看齐）—从这个角度看，中国的住房商品化制度事实上已经走入了死胡同。

与高房价并生的必然是高物价。但比通胀更揪心的是，财富分配越是两极分化，整个社会的有效需求越是萎缩。作为社会核心竞争力重要组成部分的加工制造、外贸出口等行业衰退，实体产业资金大量向楼市的转移和集中，更多地体现出企业及个人的资产避险意图。但是此类资金大量进入楼市，到底能否真正避险呢？“一业兴旺百业衰”能持续多久呢？最终这一行业也会被彻底颠覆。

故此，当下中国政府可能已经别无选择，房地产调控必须加大力度而且要坚持到底。

（**2010年8月29日**）

中国房地产泡沫如何了结？

环顾全球世界各国的房地产市场，粗略划分，无非是市场化和非市场化两类。市场化意味着房地产是作为投资导向的，房地产既是自住消费品又是投资品，市场化程度与政府介入的程度决定了投资品属性的强弱。而非市场化则意味着房地产以居住为导向，限制投资和炒卖。

限制房地产的投资品属性也很简单，无非是去市场化。如通过政府介入，用税收、行政手段增加其市场交易的摩擦成本，降低其流动性；或设立严苛的市场准入，直接限制进入这个市场的参与者；或政府大量供给非交易性房产（廉租房、其他公屋等）。

比如德国，从1977年至今，德国房价平均只上升60%，同期人均收入则上升三倍，即德国房价平均每年只上涨1%。

一、德国每年有25万套新公寓完工，是拥有最详尽建屋规划的国家之一。

二、德国实行“先存后贷”合同储蓄计划，即买楼者先存入楼价50%才获贷款，固定利率年期平均11.5年，即如果你决定买楼，可以先存款，直到存款相当于楼价50%时便可买楼；存款是固定利率，贷款亦是固定利率，没有变化。

三、只有42%的家庭拥有自住物业，其余58%租楼（年轻人77%租楼），由于供应充足，楼价平均每年只升1%，置业只作为自住，不能博资产升值。

四、可以“自建房”及“合作建房”，即一批人加起来向政府买地自行兴建，完成后“分楼”，又或一幢大厦业主合作将它重建然后“分楼”。地产商所定楼价如超出“合理房价的20%”便构成违法行为，可告上法庭，不但会被罚款，而且还要负刑事责任。

五、对于物业交易，政府抽1%～1.5%的不动产税、3.5%的交易税；如有利润则抽15%的赢利税，租金收入抽25%的利得税，房屋管理、维修费用由业主负责。

德国的例子显示解决中国房地产泡沫问题，其实首先在于模式的确立：是以投资品为导向，还是要以消费品为导向？

如果国家已经确立了普通居民住房的消费品导向，一方面要加快保障性住房供给，另一方面要出台严苛的交易所得累进税（根据交易套数、交易频率），增加市场摩擦成本，让那些持有大量房产的投资和投机者赚不到钱。这样，在资金的时间成本压力下，房价会慢慢往下降。

如果中国依然要坚持市场化的模式，房地产作为相当的投资品属性而存在，那其决定因素其实最终就是利率，跟任何资产价值决定没有区别。

按哈耶克的说法，任何资产泡沫的内涵其实都非常简单，过度的货币和信贷扩张之后，企业和家庭对于长期利率的预期极低，甚至是负利率，只有投资一些在遥远的未来才有回报的项目，才能求得心灵的安慰。

所以，抑制泡沫唯有大幅抬升长期利率的预期。除此，别无他法。

当然很多人会说中国存在各种体制性痼疾，以此解释当下中国高房价存在的客观性，但其实是土地财政的体制性痼疾决定着中国中央银行货币政策的取向。

中国的地方政府经过多年高歌猛进的投资冲动，早已债台高筑。2010年很可能迈上10万亿元的平台，每加息一个点，地方政府每年将为此多付出1 000亿元人民币的利息。房地产价格的波动将使得这些负债立刻化身为银行的“幽灵”，在没有把握处理的情况下，只能捂住。银行也希望拖延更多时间，将储户的利息率压制在低位，为未来可能的坏账潮多准备一些弹药。

宏观决策者心里仍冀望于无痛疗法，既不想升值也不想加息，不愿全面收紧货币解决泡沫问题。他们希望用微观手段来管理宏观问题，但这不符合经济分析的常识和结论。经济中的高水位降不下来，房价怎么可能降呢？

当下要稳住房价，对于政府来讲可能并非是什么难事，无非是当房价出现下跌时，再次控制土地供给，放松货币供给。如此，中国的房地产泡沫之路漫漫其修远兮。

但谁又能保证在更长的时间内，这些被捂住的幽灵不会进一步演变成更加难以对付的魔鬼呢？

（2010年10月15日）

第四部分

地方政府融资平台的“幽灵”

清理地方政府融资平台债务的宏观成本

国务院已经下了专文，要彻底清理地方政府的平台债务，可见兹事体大。

截至2009年年末，中国人民银行口径所统计的地方政府融资平台贷款余额为7.38万亿元人民币。其中2009年新增投放3.05万亿元，按照正常基础设施项目的建设进度，2010年货款余额或会上升10万亿元，2011年或有可能达到12万亿元，这是预期之内的。

当未来经济遇到波动时，平台项目正常偿付肯定会遇到比较大的困难。因为根据我们对全国110个城市平台债务的调查，只有约10　%的项目可以完全靠项目现金流作为第一还款来源，而90%左右的贷款或多或少都需要土地开发权、地方政府财政安排等第二还款来源作为支持。

即便如此，我仍然认为，未来中国银行体系不会出现不良贷款飙升的结果。因为，现行体制下，政府肯定是要保银行的。既然银行不承担偿付风险，处置不良项目的成本谁来承担？经济中只有四个部门：政府、企业、住户和金融部门，这就是我们要讲的“宏观成本”—真正的风险所在。

因为政府有征税权、铸币权，所以不需要也不会去承担最后的成本。那只有住户部门来承担。

住户部门承担成本的方式无非三种。

一是平台债权私有化，这是一种风险对冲的安排。中国人民银行前不久号召要积极推进平台贷款的证券化，把集聚于中国银行体系的宏观风险社会化，一直是货币当局梦寐以求的事情。美国发生的事告诉我们，如果不控制杠杆率，分散和转移风险反倒会成了扩散和放大风险。

二是要长时间保持低储蓄利息率，银行部门可维系长时间的利差。这相当于住户部门实质性给银行部门注资，如此，银行至少能够为未来可能的坏账率上升争取时间和储备应对的弹药，同时低利率也会降低平

台的真实债务。

三是变现其他政府资产（将政府企业股权、项目收益权等注入平台）以偿付平台贷款，而这些政府资产本就应该属于全民财富。从经济学意义上讲，这意味着住户部门福利受损，因为未来给私人部门的减税空间减少，住户部门会变相高成本地消费这些平台提供的所谓公共品。有经济学家经常讲，“我们是在做好事，我们不是在做投资，我们是在做未来的公共消费”。只不过这种消费多少有些强迫和高成本。比如，京津高铁一年得亏好几亿元；再比如，我们会花数百亿元在某两个大城市之间再修一条高铁，为的是节省十几分钟的行程。

未来经济增速和楼市决定正常偿付的风险

地方融资平台上的7.38万亿元债务，若按照70%的抵押率，意味着作为银行贷款抵押的土地的价值高达10.5万亿元（假定土地估值准确），这一金额是过去5年（2005~2009年）土地出让净收益（若收地补偿金占土地出让收入平均按15%左右）的4.4倍。

另一种方式表达，以2009年的土地出让收入来偿还这7.38万亿元债务，需要6.15年时间；以2008年的土地出让收入来偿还，需要14.76年时间。而且，这还不包括债务利息和未来两年平台余额要达到自然增长的峰值。

以上估算同时假定未来的土地出让收入将用于偿还当前债务。换句话说，将不会有多余的资金用于基础设施建设。当然这是不现实的，如此怎么获得继续推进城市化所需的资金呢？

眼前现实的压力在于利息偿付。以2009年年末余额7.38万亿元债务的平均融资利率为6%计算，2010年地方融资平台需要偿还的利息金额大约为4 500亿元。以2010年年末余额10万亿元债务的平均融资利率为6%计算，2011年地方融资平台需要偿还的利息金额大约为6 000亿元，2012年则将高达7 200亿元。

考虑到很多项目在相当长的一段时间里不会产生任何资金收益，很多地方融资平台只能依靠已获贷款或新的贷款（如果银行愿意继续贷的话）来支付利息。还有一个选择，当然是卖地筹资。

宏观上看，这只是一个“以时间换空间”的游戏：现在来看，可能一个城市里并没有达到规模经济的人口，但是却已经开始修建地铁；没有

多少住宅小区，却开始修建广场公园等基础配套设施。这一切取决于中国经济的发展速度，即未来中国如果仍将以过去的速度继续增长，地方政府未来将获得预期的税收和土地出让收入，可能现在看来不太挣钱的项目以后能够逐渐挣钱，并且挣得越来越多。现在看起来不合理的投资未来会变得合理。

但是，假如土地出让收入回落，或者市场低迷，地方政府仍需维持当前的支出水平，这个游戏将不会有圆满的结局。

地域的不均衡、政府级别的差异将会放大这种风险。根据我们的调查，沿海省份获得平台贷款58%，却获得土地出让收入的70%；内地获得平台贷款42%，却只获得土地出让收入的不到30%。

2009年大量新上的平台多为县区平台，地方政府行政级别越低，其持有的土地价值就越低，那么2010年以后他们在偿付债务本息方面的困难就越大。

光鲜的政府资产负债表背后

因为正常偿付会遇到困难，所以大家现在才会坐下来谈未来债务清算，以求从资产负债表中获得安慰，为的就是要证明平台债务在未来不会是一件大事。

尽管和深陷债务重围的西方政府相比，中国政府的资产负债表一直比较光鲜，但我们相信政府已经“囊中羞涩”。

简单盘算了一下中国政府的负债率，来自以下六项：

一、国债：2009 年年末6.47 万亿元人民币；

二、外债：3 868亿美元，2.7万亿元人民币；

三、地方政府融资平台债务：2009 年7.38 万亿元人民币；

四、城投债券及中央代发债券：5 000亿元人民币；

五、铁路债券：8 680亿元人民币；

六、或有负债：过去的不良资产3.6 万亿元人民币（散布在中国人民银行、国有商业银行等资产方的挂账，如中国人民银行资产方对其他金

融机构债权高达1.15万亿元；散落在四大国有商业银行资产方所持有的资产管理公司债券8 000亿元，这些都是早已散失流动性的挂账）。

养老金改革的转型成本保守估计为3万亿元人民币（不包括医疗、公积金空账），关于这方面的数据，政府一直讳莫如深。目前能查到的可以依据的数字是，劳动和社会保障部前任部长郑斯林同志2004年曾披露，全国各省合计的养老金收支缺口约为2.5万亿元。

国立高校负债达2 000亿元人民币，这些负债都是以地方政府的名义借的。

负债总计：25万亿人民币，政府负债率75.5%（若以2009年国内生产总值作为分母），未来两年会上升至80%以上。

好在政府资产方还有国库存款、各类型土地、股权高达35万亿元人民币的政府资产，这使得中国的政府资产负债还比较健康。

但做宏观分析的人，喜欢结构性地看问题，喜欢看资产负债表背后的故事。

西方的高负债对应的是高福利，通俗地讲，就是政府通过经常性支出将财富送到老百姓的口袋里，这是正常政府的公共职能。而中国政府的高负债对应的是高资本形成，政府将负债都做了投资。

两张高负债却不同的表背后对应的是两类不同的经济模式：消费型和生产型。当我们今天对西方深陷高福利的困境而忧心忡忡时，事实上也大有人不看好中国貌似强健的政府资产负债表。

对于任何高负债的政府，未来要平衡财政必然要面对紧缩开支、加税和通货膨胀（事实上是对民众征铸币税）。

即便我们还可以用政府资产变现来补政府负债的损失窟窿，但这意味着住户部门福利损失，意味着财富继续从家庭流向政府及国有部门，因为政府资产是可通过减税和转移支付等方式成为家庭财富的一部分。

高昂的宏观成本

总之，从银行角度看，平台的债权肯定是可以保全的，这一点我们深信不疑；但从宏观角度看，2009年平台债务激增所产生的宏观成本却

极其高昂。

要实现中国经济的可持续增长，目前必须降低对出口和投资的过度依赖，而唯一的方式就是提高家庭消费在国内生产总值中所占的比例。

但如果中国的家庭部门未来需要以低收入增长和低储蓄利息率为政府的负债继续埋单，经济转型的希望在哪里？经济再平衡的希望又在哪里？

今天，中国的银行股估值已经进入了历史上最低的区间，10倍以下的市盈率仍可能存在风险。

这种状况已经持续了很长时间。难道都归咎于市场的失灵吗？在我看来，银行股的低估值可能未必是市场错误，未必是对未来银行坏账激增的过度反应，它或许反映了世界对于中国经济转型的失望情绪。

有外电文章认为，“后危机时代”刚刚开始，希腊就上演了人间悲喜剧，而曾经拯救世界的中国却成了世界的悬疑剧。

“后危机时代”的确有太多太多的事情值得我们深思。

（**2010年7月1日**）

地方政府融资平台大调查（2010）

从2005年起，中国社会科学院金融研究所在有关部门的支持和协助下开始启动中国城市/地区金融生态环境评价的专题研究项目，并于2005年、2007年和2009年三次发布中国城市/地区金融生态评价报告。这项专题研究的目标旨在通过对地区金融生态环境的深入分析和评价，跟踪监测各地区金融生态环境的变化趋势及其主要影响因素，以便能够更好地帮助各级政府部门从法治环境、行政监管、金融发展、诚信体系建设等各个层面改善本地区的金融生态环境，从而促进地区经济和金融的协调与可持续发展。

许多因素都可能对地区金融生态环境造成影响。在2005年首次发布的中国城市/地区金融生态评价报告当中，我们提出了评价城市/地区金融生态环境的九项因素，分别是：经济基础、企业诚信、金融发展、法治环境、社会诚信文化、社会中介发展、社会保障程度、政府公共服务和金融部门独立性。2007年发布的地区金融生态评价报告在前期研究基础上，根据这九项因素之间的内在联系进行了进一步整合，围绕转轨经济中政府主导经济发展的典型特征提出了评价地区金融生态环境的四个指标，分别是：地方政府治理、地区经济基础、地区金融发展以及金融信用的制度基础和基础设施（包括法治环境、诚信文化和中介组织的发展状况）。鉴于当前国民经济运行具有很强的政府主导色彩，在所有这些可能对地区金融生态环境产生影响的不同因素中，地方政府的行为无疑是最关键同时又最具有不确定性的一项因素。地方政府的行为对于构建良好的地区金融生态环境、防范和化解地区金融风险，具有决定性的影响。因此，探讨和分析地方政府行为的内在机理始终是评价地区金融生态环境状况的一个关键环节。

此次发布的@[《地方政府债务治理与区域金融生态环境建设—中国地区金融生态评价报告（2010）》 [7] 是中国城市/地区金融生态环境评价研究项目的第四份专题研究报告。本报告专注于探讨如何通过区域金融生态环境建设促进地方政府债务治理的问题。从地区金融生态环境评价角度看，随着金融机构内部控制和风险管理逐步强化，地方政府已经很难再对金融资源配置进行直接干预；金融资源受地区金融风险差异影

响从高风险地区向低风险地区集聚的趋势将形成一种市场推动力，促使各地区为吸引金融资源而改进金融生态环境，从而实现金融市场与地方政府之间的良性互动。但是在当前地方政府能够完全主导区域经济运行的体制环境下，金融机构很难防范地方政府层出不穷的隐形干预。当前地方融资平台贷款激增的事实表明，试图通过单纯的商业银行内部体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标是一项非常艰巨的任务。地方政府能够通过组建各种名目的融资平台公司，以市场化的形式轻而易举地越过商业银行及其监管机构设置的各种信贷准入门槛。

当前因地方融资平台债务激增所导致的地方政府债务风险也反映出现有的公共资本投融资体制存在的缺陷。地方融资平台债务激增主要是对地方政府城市公共基础设施建设的投资失控所致。城镇化是中国经济社会中长期发展战略的一个重要方面。中国许多地方都面临城镇化所要求的公共基础设施建设资金短缺的压力。从公共财政角度看，由于公共基础设施建设项目资金的期限结构特征以及成本收益的代际分布原因，对公共基础设施建设的资本预算有必要寻求外部融资支持。在现有的公共资本投融资体制下，地方政府对公共基础设施建设的融资需求难以得到合理满足；当前地方融资平台债务激增的事实则表明，由于缺乏审慎的公共资本投资计划和严格的资本预算约束，地方政府将试图随时把握机会利用所有可能的举债资源开启尽可能多的投资项目。而通过地方融资平台举债导致的地方政府债务隐形化趋势则使得监管当局对于地方政府债务风险的监控变得更为困难。如果缺乏有效的债务治理机制，地方政府债务急剧膨胀可能引发严重的财政风险和金融风险。我们认为，解决问题的出路在于，促进地方政府职能的根本性转变，围绕公共财政建设和服务型政府建设的体制改革目标，重点推进各级地方政府预算及其执行情况的公开透明；具体来讲，应该通过强化资本预算约束控制公共资本的投资进程，通过发展市政债券市场促进地方债务的显性化和地方财政的透明化，同时通过地区金融生态评价与市政债券信用评级规范地方政府的融资行为。

以下即是该报告的内容，分为五个主题。

地方融资平台信贷规模激增凸显地方政府债务风险

地方政府债务并不是一个新问题。2004年3月，国务院发展研究中

心一个关于地方政府债务研究的课题组估计，此前全国地方政府债务规模至少在1万亿元以上，并指出“中国地方政府债务风险实际上已经超过金融风险，成为威胁中国经济安全与社会稳定的‘头号杀手’”。因为当时正值全国“两会”召开前后，地方政府债务风险问题一时间受到全社会高度关注。2006年，财政部一份关于中国城市负债问题的调研报告估计，2004年全国地级及以上城市的负债总额约为10 800亿～12 000亿元，同时预计“十一五”期间城市债务还将继续快速增长。但是在此后的几年间，地方政府债务这个一度被称为“威胁中国经济安全与社会稳定的‘头号杀手’”似乎已经变得无关紧要，甚至逐渐淡出了各界关注的视线。

变化似乎发生在一夜之间。自2009年下半年以来，随着地方政府融资平台贷款激增问题的逐步暴露，有关地方政府债务风险的问题在时隔几年之后再次引起了社会各界的高度关注。在地方政府融资平台债务问题暴露之初，由于缺乏可靠的数据信息，各界对地方融资平台的债务规模没有一个准确的估计，因而诸多测算结果相互之间存在较大差异也就不足为奇。不少国际投资银行机构和一些海外观察家也都根据各自掌握的信息对地方融资平台的债务规模进行了估测。但其中有一些各界广泛关注和引用的估计结果在很大程度上夸大了真实情况，从而使得对现阶段地方政府债务风险的评估，在一定程度上转向对最近一轮经济刺激政策的效果和经济回升质量的评价，甚至转向对中国经济中长期发展前景的评判。2010年年初以来国际市场兴起的一些看空中国经济的言论，大抵与此有关。从我们了解的情况来看，地方政府的债务问题并没有像少数海外观察家描述的那么糟糕；尽管如此，当前地方融资平台贷款确实蕴涵一定的偿付风险，并且现阶段面临的问题要比2004年前后的情形更为严峻。

地方政府融资平台是指由地方政府及其相关部门或机构通过财政拨款或者注入土地、股权等资产发起设立、承担政府投资项目融资功能并拥有独立法人资格的经济实体，包括建设投资公司、投资开发公司、国有资产运营公司等各类综合性投资公司，以及交通投资公司等行业性投资公司。地方融资平台公司是地方政府为满足对外融资需求采取的创新举措。按照《中华人民共和国预算法》第28条的规定：“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”这意味着地方政府通常不存在可进行市场化融资的合法体制通道。在现实的资金需求压力下，地方政府采取的变通手段是通过划拨土地、股权、规费等资产，再辅以直接或者间接形式的政府担保，迅速组建一个资产状况能够达到融资准入门槛

的企业作为融资平台，借以绕开现行的体制与政策障碍，承接外部融通资金，进而实现将资金用于市政建设或公用事业等基础设施项目建设的目标。

自2009年下半年以来，地方政府融资平台的贷款激增以及由此引发的潜在债务风险问题开始引起社会各界的高度关注。根据中金公司发布的研究报告[8]统计，截至2009年年末，金融机构地方政府融资平台贷款（不含票据融资）余额约为7.2万亿元，约占一般贷款余额的20.4%，同比增长70.4%；地方政府融资平台贷款余额占当年国内生产总值的比重约为21.7%，较之同期国债实际余额占国内生产总值约17.7%的比重高出4个百分点。根据此次我们关于110个中心城市的调研材料分析，地方政府融资平台贷款规模存在显著的地区差异，部分地区融资平台贷款的信用风险较为突出，并且地方政府融资平台运作过程中蕴涵一系列严重的操作风险。鉴于地方政府融资平台债务急剧膨胀可能引发的财政风险和金融风险，当前有必要在深入调研的基础上进行全面彻底的清理、整顿和规范。

一、地方融资平台贷款规模存在显著地区差异

从2008年年底以来，地方政府融资平台贷款规模激增。与此同时，不同地区的政府融资平台贷款在规模和增速上均呈现出明显的地区差异性。这意味着，在评估地方政府融资平台贷款风险时不仅需要注意融资平台的总体债务状况，还需要对各地区融资平台贷款的差异状况予以高度关注。地方政府融资平台当前的贷款规模究竟有多大？各地区的融资平台贷款分布存在什么样的差异？鉴于地方政府融资平台的概念相对比较宽泛，缺乏明确的认定和分类标准，因此不同的统计口径测算结果有所差异。此前一些不同机构对融资平台贷款的总体规模得出的多种测算结果相互之间存在较大差异，相当一部分原因即在于此。

根据中金公司的研究报告[9]，截至2009年年末，地方政府融资平台负债总额约为9.76万亿元，其中金融机构地方政府融资平台贷款（不含票据融资）余额约7.2万亿元，约占一般贷款余额的20.4%，贷款余额同比增长70.4%，高出同期一般贷款余额增速36.5个百分点；2009年全年金融机构新增融资平台贷款约3.05万亿元，约占全部新增一般贷款的34.5%，其中新增融资平台项目贷款约2.34万亿元，约占当年全部新增融资平台贷款的76.8%。2009年年末地方融资平台贷款余额占当年国内

生产总值的比重约为21.7%；作为参照，截至2009年年末，国债余额限额为6.27万亿元，国债余额实际数约为6.02万亿元，占当年国内生产总值的比重分别约为18.4%和17.7%，分别比地方政府融资平台贷款余额占比低3.3和4个百分点。如果把地方政府融资平台贷款余额跟国债实际余额以及2009年共计9　500亿元的财政赤字（扣除通过发行国债融资的部分）合在一起计算，政府显性债务总额占国内生产总值的比重约为42%；如果按照地方政府融资平台负债总额来计算，政府显性债务总额占国内生产总值的比重则将达到49%。

中国银监会2010年7月20日披露的数据显示，截至2010年6月末，地方政府融资平台贷款余额约为7.66万亿元，仅仅比此前监管部门对2009年年末的统计数值增加不到3　000亿元。我们对此数据存有一定的疑问，或者可能是此次对地方融资平台贷款的统计口径跟此前监管部门2009年年末的专项调查存在一些差异。中国人民银行2010年7月23日发布的《2010年上半年金融机构贷款投向统计报告》显示，2010年上半年全国主要金融机构发放的基础设施贷款量约为1.03万亿元。根据我们掌握的情况来看，一般而言，基础设施项目贷款大部分均流入地方融资平台，而地方融资平台贷款则不仅仅包含基础设施贷款，除此之外还可能包括其他一些贷款项目，比如广义房地产开发贷款或者土地储备贷款等。因此我们认为，如果按照监管部门2009年年末的统计口径，2010年上半年地方政府融资平台的贷款增量很可能不止3 000亿元。此外，考虑到2010年上半年商业银行还发售了 2 万亿元银信理财产品，根据调查情况分析，这部分信托资金至少也还会有相当一部分流入到各级地方政府融资平台（另一个主要的流向是用于房地产开发）。因此我们估计，2010年上半年地方融资平台债务增量可能会在1万亿~2万亿元的规模。

有不少分析人士认为，2010年上半年地方政府融资平台新增贷款之所以大幅减少，既跟银监会落实“三个办法一个指引”、推行“实贷实付”的贷款支付方式有关，另一个重要的因素则是由于2009年下半年考虑到后续信贷政策将会收紧的趋势，不少地方政府融资平台公司已经预先留有余地，借入一部分富余资金，从而降低了后续融资需求。但是根据我们的测算，自2009年年初以来，企业部门所获得的中长期贷款超过固定资产投资完成额中来源于银行信贷的资金规模（我们称之为投资缺口）却在持续上升，过去几个月间这一投资缺口规模甚至持续高达2.1万亿元。我们认为，如果相关分析人士的前述判断成立，即地方融资平台公司通过前期囤积闲置信贷资金以保证后续固定资产投资需要的情况并非个案的话，那么2010年以来随着信贷政策收紧，上述投资缺口（即企

业部门的中长期贷款超过固定资产投资完成额中的信贷资金的规模）应该会出现明显的下降趋势。但显示的事实情况显然并非如此。

由此可见，尽管少数地方融资平台公司可能确实存在预先留置富余资金的情况（我们在各地调研的过程中也确认了这一点），但是这种行为还不足以解释以下疑问：既然2010年上半年地方政府融资平台贷款增速锐减，为什么企业部门的投资缺口却在持续扩大？我们还可以从另外一个角度来推断2010年和2011年两年地方政府融资平台贷款规模可能上升的程度：2009年全年新增地方融资平台贷款3.05万亿元，其中基础设施行业地方融资平台的新增项目贷款约为1.56万亿元；考虑到基础设施项目的建设周期通常都可能长达2~3年，我们假设，如果按照正常的项目建设进度，从2010年开始的未来三年间的项目建设资金使用进度大致比例为4：3：3，那么地方融资平台贷款余额到2010年年末将有可能上升到9万亿~10万亿元，而到2011年年末则可能接近11万亿元的规模。

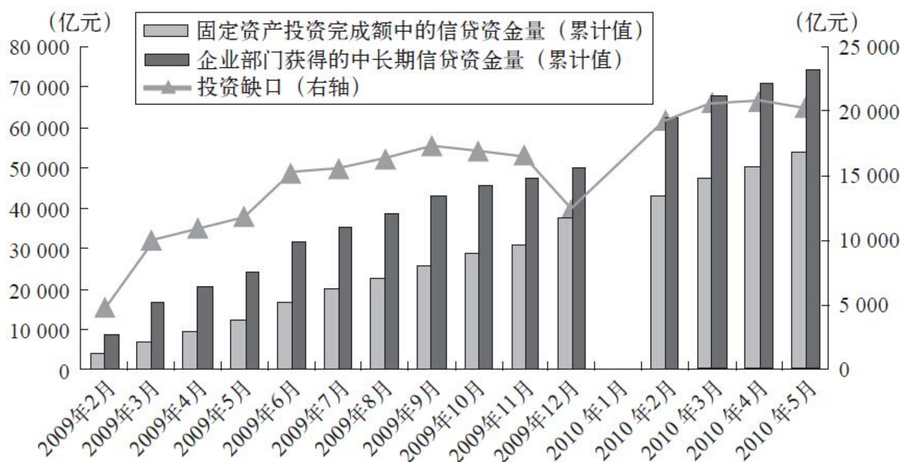


图 4–1　企业中长期贷款超过固定资产投资完成额中信贷资金的规模

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

在地方政府融资平台贷款总体规模快速增长的同时，从地区层面上看，各地区融资平台贷款的规模和增速差异仍然非常显著。截至2009年年末，共计有11个省区的地方融资平台贷款余额规模超过2 500亿元，由高到低依次分别为：江苏、上海、浙江、广东、天津、北京、山东、辽宁、四川、湖北和重庆。以上11个省区融资平台贷款余额合计规模约占

全国融资平台的63.8%。共有12个省区的融资平台新增贷款规模超过或接近1 000亿元，由高到低依次分别为：江苏、北京、浙江、天津、广东、山东、上海、四川、辽宁、河北、重庆和湖北。以上12个省区的融资平台新增贷款合计规模约占全国的70.9%；其中新增平台贷款规模最低的湖北省贷款增量为999亿元，贷款余额为2 834亿元，贷款余额同比增长54.5%；新增平台贷款规模位居第十的河北省贷款增量为1 286亿元，贷款余额为2 359亿元，贷款余额同比增长119.8%。共有10个省区融资平台贷款余额同比增速超过80%，有17个省区余额同比增速超过70%，25个省区超过50%。

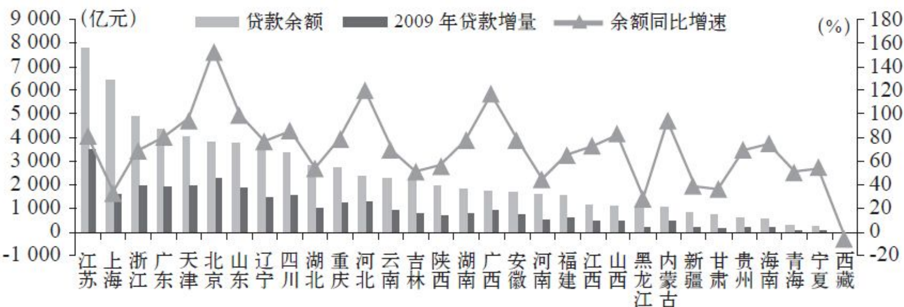


图 4–2 各省区地方政府融资平台贷款的规模及其增长状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

从按照不同监管指标阈值测算的各地区融资平台超额贷款规模来看，如果把地方融资平台贷款余额集中度警戒监管的阈值设为15%，各地区融资平台超额贷款总量约为1.96万亿元，其中东部、中部、西部和东北地区的融资平台超额贷款量分别为8 953亿元、3 714亿元、5 726亿元和–1 163亿元；长三角、珠三角和环渤海三大经济区融资平台超额贷款量分别为5 221亿元、–1 176亿元和4 783亿元。如果把地方融资平台新增贷款集中度警戒监管阈值设为25%，则各地区融资平台新增贷款超额量约为8 421亿元，其中东部、中部、西部和东北地区融资平台新增贷款超额量分别为5 184亿元、978亿元、2 062亿元和–804亿元；长三角、珠三角和环渤海三大经济区的融资平台新增贷款超额量分别为1 560亿元、–266亿元和3 847亿元。

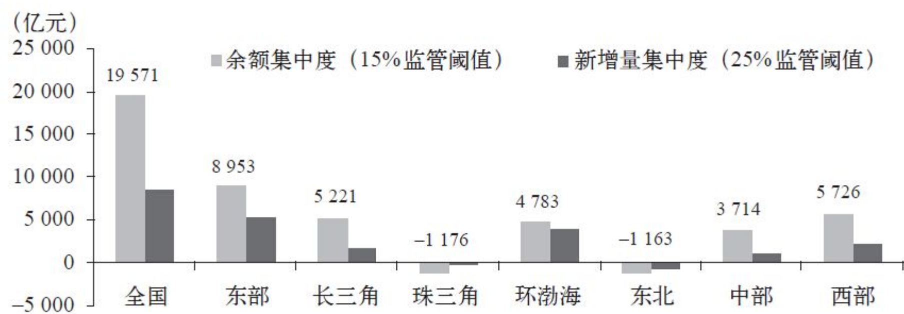


图 4-3　分区域的地方政府融资平台超额贷款状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

按照分省区的地方政府融资平台超额贷款数据来看，如果以15%作为融资平台贷款余额集中度的警戒监管阈值，上海、江苏和天津3个省区的地方融资平台超额贷款量超过2 000亿元；重庆、吉林、辽宁、湖北和四川5个省区的融资平台超额贷款量超过1 000亿元；云南、陕西、广西和河北4个省区的融资平台超额贷款量超过500亿元。如果以25%作为地方融资平台新增贷款集中度的警戒监管阈值，江苏、天津和北京3个省区的融资平台新增贷款超额量超过1 000亿元；辽宁、重庆和上海3个省区的融资平台新增贷款超额量超过500亿元；四川、吉林、山东、河北、广西和云南6个省区的融资平台新增贷款超额量超过300亿元。以上数据表明，尽管自2008年年底以来地方政府融资平台的总体规模急剧膨胀，但是平台贷款的区域分布差异极大，这意味着各地区融资平台贷款的偿付风险存在显著差异。

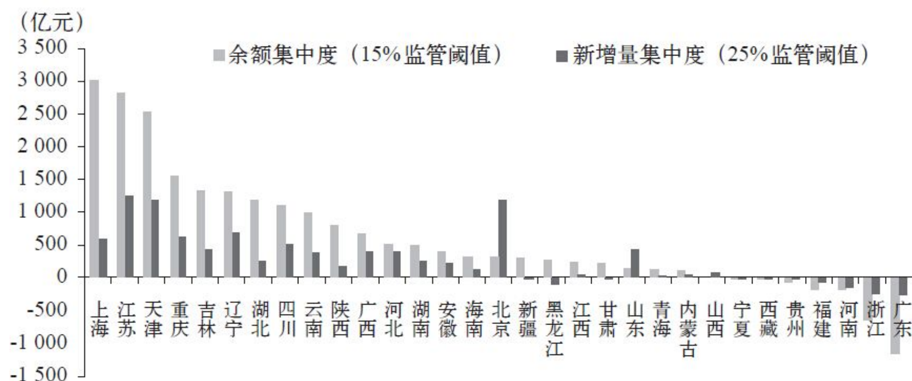


图 4–4　分省区的地方政府融资平台超额贷款状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

需要特别指出的是，从中国当前整体的政府资产状况角度看，根据宪法和法律规定，政府拥有城市土地、矿产等自然资源的所有权，其价值至少有50万亿～100万亿元之巨；另有总额高达35万亿元（2008年年底数据）的国有企业资产以及80万亿元的国有金融机构资产，再加上每年占国内生产总值约30%以上的财政收入份额（税收收入＋非税财政收入＋社会保障缴款＋中央债务融资收入），相对于政府总体债务的状况而言，政府资产无论从规模还是质量上看都显得较为稳健。因此，尽管地方政府债务规模激增，但当前中国并无发生整体债务危机之虞。我们认为，在中国这样一个国有资源＋国有资产＋国有银行的制度背景下，简单套用国外的概念抽象地谈政府债务负担率、负债警戒线等指标的约束可能意义不是很大。尽管如此，但是根据前面有关地方政府融资平台贷款的地区分布状况来看，如果处理不当，不排除发生较为严重的局部债务风险的可能。

二、局部地区融资平台贷款信用风险较为突出

地方政府融资平台的贷款偿付风险究竟有多严重？地方政府及其融资平台是否能够应对如此规模庞大的资金偿还压力？考虑到地方政府融资平台贷款的区域分布存在非常显著的差异性，我们在关注地方政府债务总体偿付风险的同时，更有必要注意局部地区可能发生债务危机的潜在风险。

由于地方政府融资平台投建的大量公益性基础设施项目并不能产生足够的现金流，同时考虑到地方政府对融资平台公司直接或间接的政府担保，贷款偿付资金在很大程度上将依赖于地方财政性资金的支持。根据我们的估计，大概只有不超过30%（不少地区可能只有10%左右）的项目能够完全依靠项目自身的现金流进行还本付息，其余70%以上的项目贷款均需要依赖土地开发权、地方政府财政安排等第二还款来源不同程度的支持才有可能偿还贷款本息。因此，地方融资平台的债务偿付能力与地方政府的可支配财力紧密相关。

根据中金公司的研究报告，2009年年末，地方政府融资平台债务总量约为9.76万亿元，从融资平台债务总量跟地方政府可支配财力（主要由地方一般预算收入、地方政府性基金收入、中央对地方的税收返还和转移支付以及预算外收入等几部分构成，根据中国人民银行国库收支统计，2009年地方政府可支配财力约为7.54万亿元）的对比来看，平台总债务率（平台债务总量/当年地方政府可支配财力）约为129.4%，平台债务总量超过地方政府当年财力近30%；2009年年末融资平台贷款余额7.2万亿元，从融资平台贷款余额与地方政府可支配财力的对比看，平台贷款债务率（平台贷款余额/当年地方政府可支配财力）约为97.8%；另外，2009年全年新增地方融资平台贷款3.05万亿元，地方政府整体的债务依存度约为40.5%。如果单纯从总体债务状况考虑，债务偿付风险并不是非常突出；即使按照地方融资平台负债总额估算，全部政府债务总额占国内生产总值的比重达到49%，整体债务风险仍属可控。尽管如此，局部地区可能面临的地方融资平台贷款偿付风险仍然不容忽视。

从地区层面上来看，不同地区的地方政府融资平台贷款债务率和债务依存度均存在显著的差异。例如，东部、中部、西部和东北地区四大区域的地方政府融资平台贷款债务率分别为114.7%、76%、80.2%和104.8%；债务依存度分别为53.9%、25.4%、31.9%和33.2%。长三角、珠三角和环渤海三大经济区的地方政府融资平台贷款债务率分别为134%、76.1%和116.2%；债务依存度分别为57.4%、45.1%和57.6%。

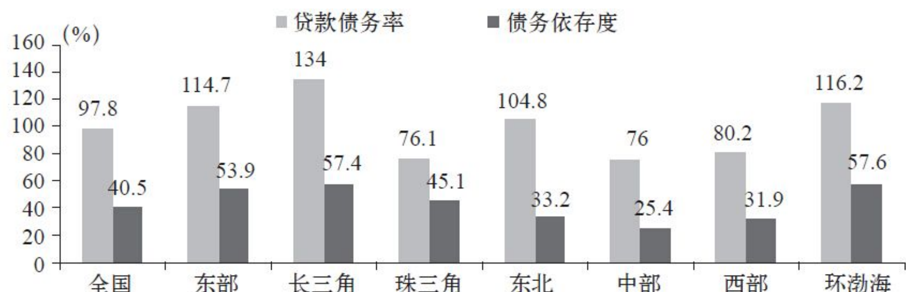


图 4–5　分区域的地方政府融资平台贷款债务率状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

从分省区的情况来看，共计有6个省区的平台贷款债务率超过150%，由高到低依次分别为：陕西、天津、上海、新疆、云南和重庆；有3个省区的平台贷款债务率处于120%~150%的区间，依次分别为：吉林、江苏和北京。共有8个省区的债务依存度超过50%，由高到低依次分别为：天津、陕西、江苏、北京、云南、重庆、新疆和山东；其中天津和陕西的债务依存度超过100%。而根据国家审计署前期针对18个省、16个市和36个县本级财政的审计结果，其中有7个省、10个市和14个县本级财政债务率超过100%，负债率最高的达到364.77%。透过这些数据，我们不难看出部分地方政府债务问题的严重程度。

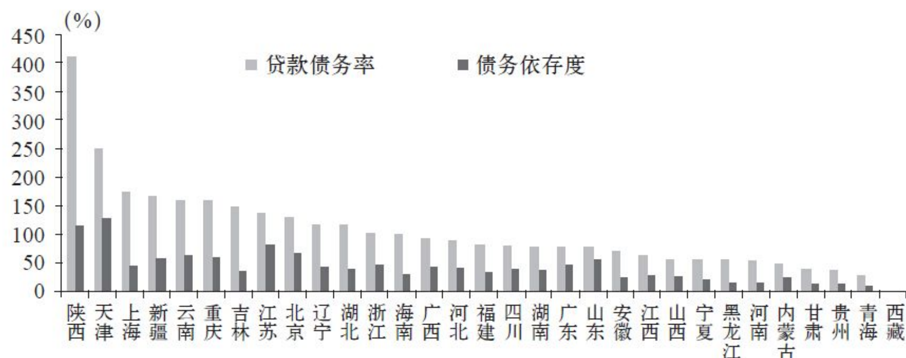


图 4–6　分省区的地方政府融资平台贷款债务率状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

通过对各省区的地方政府融资平台贷款债务率和债务依存度进行排

序，分别选取两项指标最高的10个省区进行比对，我们发现有7个省区这两项指标均列于前10位；其中，除陕西、新疆、云南和江苏4个省区之外，北京、天津和重庆三大直辖市均位列其中；上海的融资平台贷款债务率指标位列第三，但债务依存度相对较低，因而不在此列。从长三角、珠三角和环渤海三大经济区的情况看，天津和上海较高的融资平台贷款债务率指标使得长三角和环渤海这两大经济区整体的平台贷款债务率处于较高水平；而这两大经济区相对较高的债务依存度指标则分别是由于天津、北京以及江苏所致。

由于相当一部分地方政府融资平台贷款债务率较高的地区经济实力也相对较强（例如上海、北京和江苏），并且从最近几年地方财政收入的增长状况来看，地方政府可支配财力基本与名义国内生产总值保持同步增长，由此可以得出的初步判断是，在宏观经济保持平稳发展的情况下，绝大部分地区均不致发生较为严重的债务偿付危机。但是从地方财政收入结构角度分析，由于绝大多数地方政府的可支配财力过度倚重房地产相关收入，因而在当前的经济金融形势下，整体情况仍然不容乐观。

前面已经提到，当前地方政府的可支配财力主要是由地方一般预算收入、地方政府性基金收入、中央对地方的税收返还和转移支付以及预算外收入等几部分构成。随着财政纪律的不断强化和预算管理制度的不断规范，特别是在把国有土地使用权出让收入（即土地出让金收入）纳入预算管理之后，预算外收入占比已经急剧萎缩。中央对地方的税收返还和转移支付约占2009年地方政府可支配财力的37.9%；而中央对地方的税收返还和转移支付规模则取决于中央财政收入占国内生产总值的比重以及税收返还和转移支付占中央财政收入的比重，这两项数值近年来略呈平稳上升的趋势；2009年，中央财政收入占国内生产总值的比重约为10.5%，税收返还和转移支付占中央财政收入的比重约为79.8%，因此中央对地方的税收返还和转移支付约占国内生产总值的8.4%。地方政府性基金收入约占2009年地方政府可支配财力的近20%，其中土地出让金占地方政府性基金收入的比例约为79%，相当于占地方政府可支配财力的16%。但是，地方政府性基金收入可能会随着政府土地出让金收入的波动而产生较大幅度的波动，例如2009年地方政府性基金收入从2008年的1.3万亿元骤增至1.6万亿元，增幅高达23%，主要就是由于当年房地产市场火爆所致。地方一般预算收入包括地方税收收入和非税收入两项，2009年地方一般预算收入约占地方政府可支配财力的近44%，其中房地产相关税收约占地方一般预算收入的20%，相当于占地方政府可支

配财力的9%左右。2009年地方一般预算收入占国内生产总值比重约为9.7%。综合起来看，地方政府性基金收入中的土地出让金和地方一般预算收入中的房地产相关税收合计约占地方政府可支配财力的近25%。

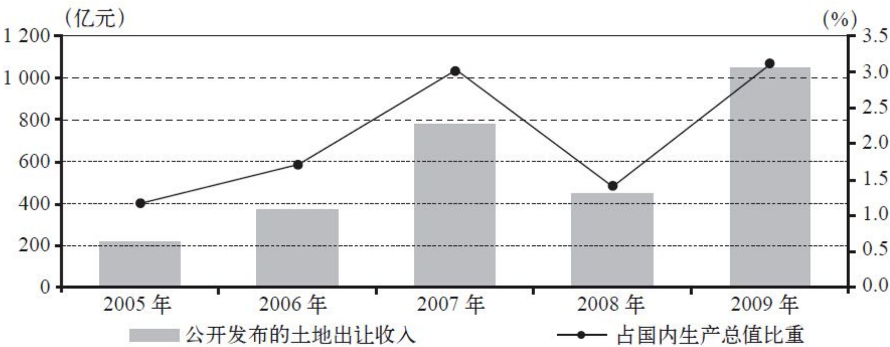


图 4–7　2005~2009 年公开发布的全国土地出让金收入状况

资料来源：渣打银行全球研究部，CEIC和中国房地产信息集团

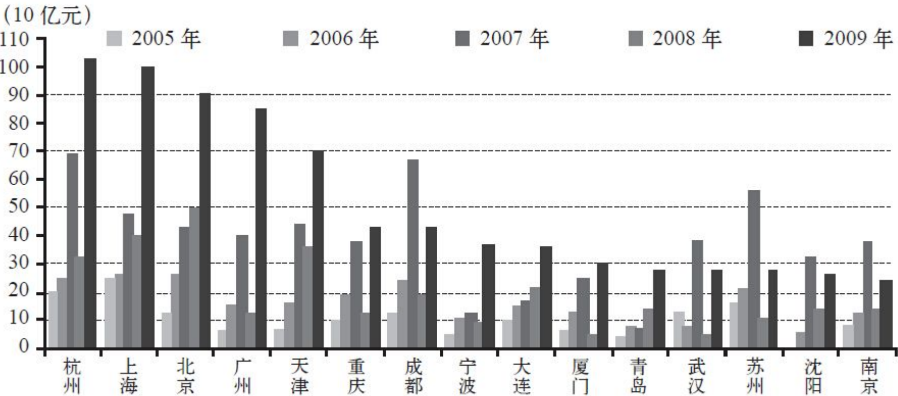


图 4–8　2005~2009 年公开发布的土地收入最高的 15 个城市

资料来源：渣打银行全球研究部，CEIC和中国房地产信息集团

如果对以上所述的地方政府财政收入状况作一下结构分解和还原分析，还原地方政府的真实偿债能力，情况将更加不容乐观。

根据我们的分析，未来真正能支撑地方政府用于偿还融资平台债务

的真实偿债能力将主要依靠地方政府性基金收入中的土地出让金以及来自地方一般预算收入的部分资金安排。这是因为，随着公共财政体制改革的不断推进，在中央对地方的税收返还和转移支付中，税收返还的比例在持续下降：1995年，税收返还占中央对地方全部转移支付资金的73.7%，而2009年则降低至17.1%，仅占地方政府可支配财力的6.5%左右。尽管中央对地方的一般性转移支付和专项转移支付无论规模和占比都在不断提高，但是这部分资金通常都对应于特定的支出项目。近年来随着财政转移支付制度的逐步规范以及财政审计的日趋严格，地方政府能够随意挪用的空间已经变得越来越小，而且不少转移支付项目还要求相应的地方财政资金配套。因此，地方政府真正可能用于偿付平台债务的主要财源只能是土地出让金以及来自地方一般预算收入的部分资金安排。这部分资金才是地方政府真正可能用于偿付融资平台债务的真实可支配财力。但是由于这一真实可支配财力高度倚重房地产相关收入，因此宏观经济增长前景和房地产市场的景气程度将在很大程度上决定地方融资平台的贷款偿付能力。从这个角度分析，以上采用融资平台贷款余额相对于当年地方政府可支配财力的占比状况来衡量的平台贷款债务率指标可能并不能充分反映有关地方融资平台债务偿付能力的真实情况。

基于以上针对地方政府财政收入结构状况的分析，可以构建四个不同的指标用以评估地方政府融资平台的债务偿付能力，分别是：一、平台贷款债务率[1]＝平台贷款余额/地方政府可支配财力，即前述分析中所采用的平台债务率指标；二、平台贷款债务率[2]＝平台贷款余额/地方政府一般预算收入；三、平台贷款债务率[3]＝平台贷款余额/地方政府土地出让金收入；四、平台贷款债务率[4]＝平台贷款余额/（地方政府一般预算收入＋土地出让金收入）。根据我们的分析，从地方融资平台债务偿付能力角度看，采用地方政府一般预算收入和土地出让金收入来衡量地方政府的真实可支配财力将比采用包括地方财政各项收入来源的全口径可支配财力数据更具有针对性；换言之，我们认为采用平台贷款债务率[4]比平台贷款债务率[1]更能反映地方融资平台的真实偿债能力。

除了有关地方政府财政收入结构方面的原因之外，支持我们采用平台贷款债务率[4]这一测度指标的另一个重要因素跟地方政府融资平台贷款的抵押担保方式有关。截至2009年年末，在7.2万亿元地方政府融资平台贷款余额当中，土地抵押贷款约占16%，财政担保和政府信用贷款约占23.3%，两者合计约占2009年年末全部融资平台贷款余额的40%；在2009年新增融资平台贷款当中，土地抵押贷款约占20.9%，财政担保和

政府信用贷款约占31.1%，两者合计约占2009年全部新增融资平台贷款的52%。

表 4-1　地方政府融资平台贷款按担保方式分类状况

统计指标 / 担保类型	贷款余额	
	2009 年年末（亿元）	占比（%）
地方政府融资平台贷款	73 844	100.0
1.抵质押贷款	31 270	42.3
其中：（1）抵押贷款	13 617	18.4
其中：土地抵押贷款	11 797	16.0
（2）质押贷款	17 654	23.9
应收账款质押贷款	12 219	16.5
2.保证贷款	15 541	21.0
其中：平台互保贷款	5 904	8.0
国有企业（不含融资平台）担保贷款	5 499	7.4
非国有企业担保贷款	1 055	1.4
财政收入担保贷款	2 548	3.5
3.信用贷款	24 594	33.3
其中：政府信用贷款	13 765	18.6
4.混合类贷款	2 439	3.3
其中：政府信用贷款	784	1.1

（续表）

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

根据平台贷款债务率[4]指标测算的地方政府融资平台债务状况显然要比采用平台贷款债务率[1]指标测算的结果更加令人担忧。本报告以上部分根据平台贷款债务率[1]指标的测算结果显示，截至2009年年末，全国共有12个省区的平台贷款债务率指标超过100%。但是，如果按照平台贷款债务率[4]指标的测算结果，除了广东、内蒙古和西藏等3个省区之外，全国共计有28个省、自治区和直辖市的平台贷款债务率指标超过

100%；江苏、河北、宁夏、新疆、贵州、天津、四川和湖南等8个省区的平台贷款债务率指标超过150%；上海、海南、广西、甘肃、陕西、重庆、云南和吉林等8个省区的平台贷款债务率指标超过200%；青海和湖北两省的指标超过300%。尤其值得注意的是，根据我们采用平台贷款债务率[4]指标对全国110个中心城市政府融资平台贷款状况的测算结果，共有91个城市的平台贷款债务率指标超过100%，有62个城市的指标超过150%，42个城市超过200%，17个城市超过300%，8个城市超过400%。

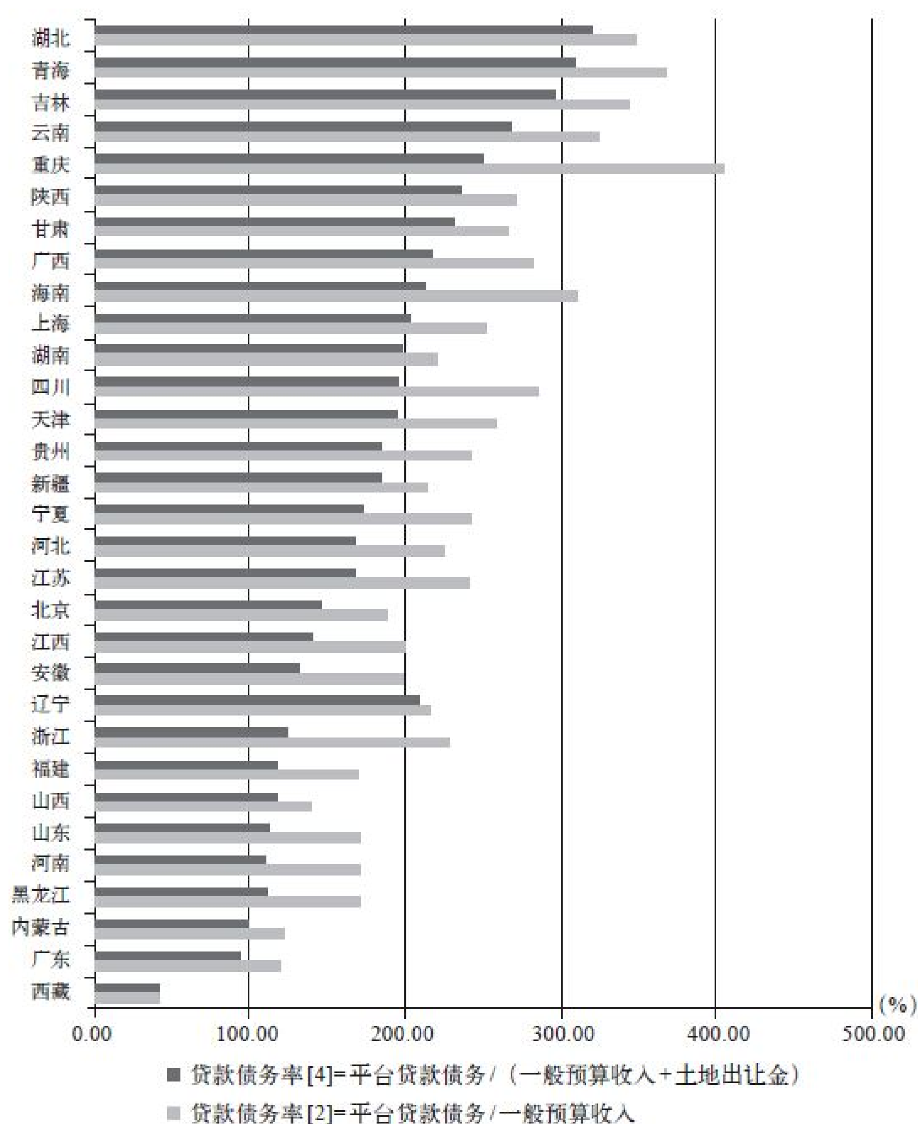


图 4–9　按不同口径测算的各省区地方融资平台贷款债务率状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

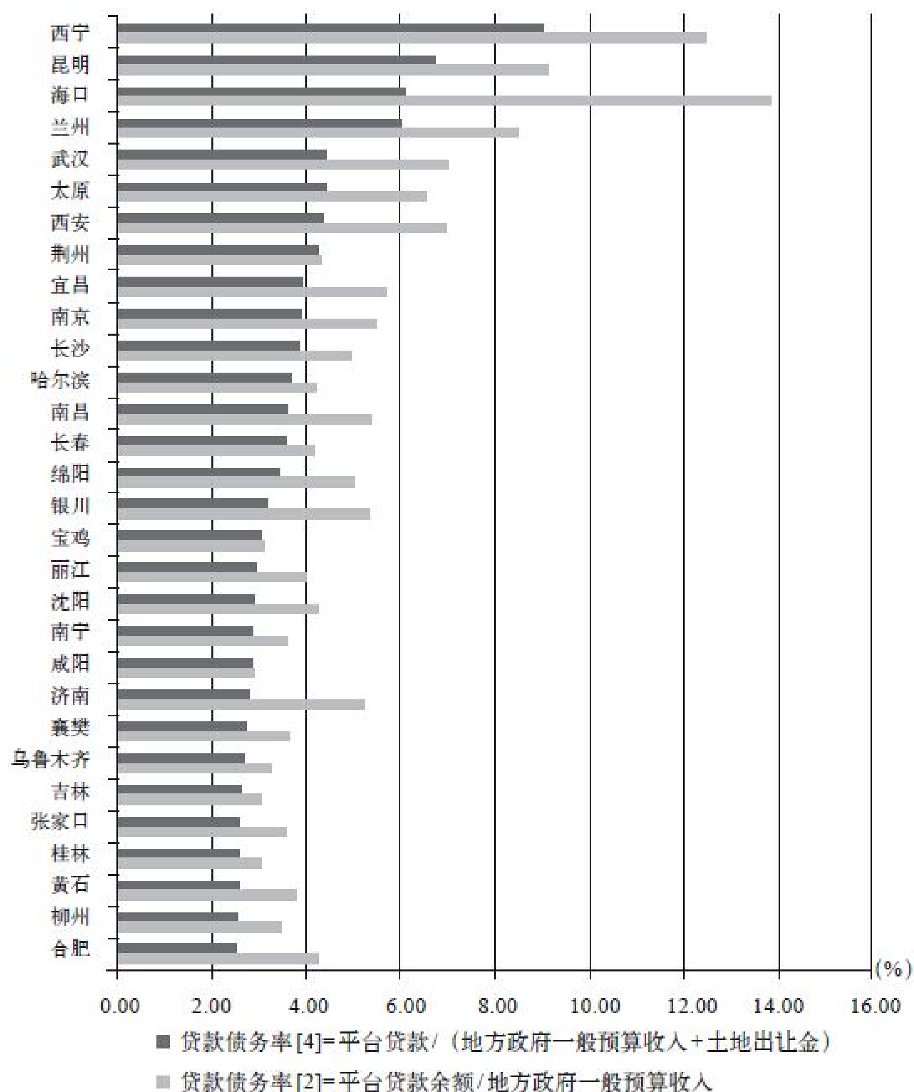


图 4–10　按不同口径测算的融资平台贷款债务率最高的 30 个城市

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

表 4-2　110 个被调查城市的融资平台贷款债务率分布状况

平台贷款债务率[4]=平台贷款余额/（地方政府一般预算收入+土地出让金收入）	满足条件的城市数（个）	在 110 个被调查城市中的数量占比(%)
超过 400%	8	7.27
超过 300%	17	15.45
超过 200%	42	38.18
超过 150%	62	56.36
超过 100%	91	82.73

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

另外还需要注意的是，所列的数据再次表明，过去几年活跃的土地市场和节节攀升的土地价格确实令绝大多数地方政府收获颇丰。这不仅仅是说地方政府直接从出让土地当中获取了巨额土地出让金收入，而且，地方政府还通过融资平台以土地使用权抵押的方式，获取了巨额银行贷款和来自其他融资渠道的资金。考虑到最近几年将近1/4的地方政府可支配财力来源于土地使用权出让和房地产相关税收收入的情况，现在问题的关键就变成：当前地方政府融资平台的债务问题是否还能够通过出售储备土地的方式来加以解决？

采用最简单的匡算方法，如果以2009年的土地出让金收入来偿还当年年末7.2万亿元的债务，需要7年以上的时间；以2008年的土地出让金收入来偿还，则需要超过15年的时间。超过1/3的地方融资平台贷款通过土地抵押或者政府信用担保的事实表明，地方政府实际上已经提前透支了未来3~5年的土地出让金收入。这一简单的匡算方法没有考虑项目自身可能产生的现金流状况，也没有包括必须支付的债务利息。假定7.2万亿元债务的平均融资利率为6%，2010年地方融资平台需要偿还的利息金额就将高达4　428亿元。这当中也没有包括2010年以来新增的融资平台贷款以及通过发行债券和信托产品形成的平台债务。按照银监会的统计口径，截至2010年6月末，地方政府融资平台贷款余额为7.66万亿元；另外根据来自债券市场的统计，截至2010年6月末各地融资平台发行的城投债券余额为4　882.5亿元，财政部代发的地方政府债券余额为2　670亿元，以上三项合计，截至2010年6月末地方政府公开可计算的债务总额已经高达8.42万亿元。

如果进一步考虑地方融资平台贷款的区域结构跟最近几年地方政府土地出让金收入的区域结构存在错位问题，情况将更加不容乐观。，2009年沿海省份获取的地方政府融资平台贷款约占全部融资平台贷款的58%，但是这些省份获得的土地出让金收入却占到全部土地出让金收入

的75%；内地省份获取的地方融资平台贷款约占全部融资平台贷款的42%，但这些省份却只得到全部土地出让金收入的25%。综合以上分析结果来看，在地方政府融资平台的债务偿付高度依赖房地产相关收入的状况下，如果未来宏观经济增速趋缓或者房地产市场陷入低迷，至少相当一部分以平台贷款债务率[4]指标衡量的平台债务率过高的城市或地区不排除陷入较为严重的债务危机的可能。而根据我们的估计，类似这样的城市不在少数。

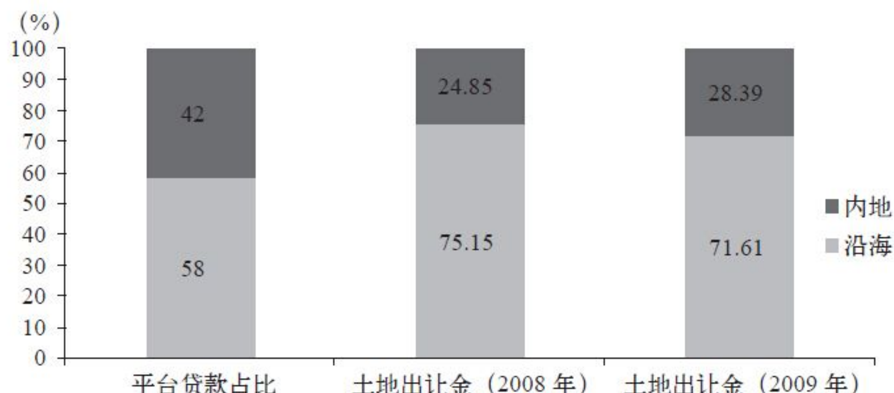


图 4–11　地方融资平台贷款与土地出让金区域结构错位的情况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

三、地方融资平台运作过程隐含严重操作风险

评估地方政府融资平台的债务风险，除了关注因融资平台贷款债务率过高或地方政府真实可支配财力不足可能导致的信用风险之外，还需要关注融资平台的操作风险。根据我们所了解到的情况来看，当前地方政府融资平台运行过程中存在较为严重的操作风险，综合起来看，问题主要集中在以下三个方面：一是资产质量良莠不齐；二是评估资产价值高估；三是债权保全措施薄弱。我们认为，造成这些问题的关键因素并不仅仅在于许多地方融资平台公司的法定代表人或者高级管理人员主要由地方政府官员兼任的事实，更主要的是由于地方政府融资平台公司政企不分、治理结构不完善、经营性质不明确所致。

（一）地方融资平台公司资产质量良莠不齐，不少平台公司赢利能

力低下，主要依靠财政补贴才能达到融资准入门槛。

目前多数地方融资平台公司既承担融资功能又承担投资和经营功能，并且大多是以融资和投资的功能为主。许多地方融资平台公司由于缺乏经营性资产，基本没有什么稳定的经营收入。不少地方政府为了增强平台公司的融资能力，往往把许多没有什么经济收益的城市公共基础设施或者其他公益性资产以实物资产的形式注入，借此扩大融资平台公司的账面资产规模，以便在形式上能够达到国家规定的项目资本金要求或者监管部门规定的融资准入门槛。例如，“国发〔2010〕19号文件”《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》曾明确指出：“今后地方政府确需设立融资平台公司的，必须严格依照有关法律法规办理，足额注入资本金，学校、医院、公园等公益性资产不得作为资本注入融资平台公司。”此项禁令具有非常明确的实际指向。从地方融资平台的实际运行情况来看，以实物资产的形式注入平台公司的不仅仅包括大量的城市道路、桥梁、学校、医院、公园等公益性资产，有的地方甚至把政府部门的办公楼都作为资产注入平台公司充当资本金；而且地方政府往往只是在名义上对这些资产的权属进行划转，并不办理资产转移和产权过户的相关手续。尽管缺乏相关的法律依据，但是经过这些操作程序之后，此类资产往往都会被实实在在地列入地方融资平台公司的资产表当中[10]。

由于许多地方融资平台公司中注入的资产通常都是没有什么经济效益的城市公共基础设施或者其他公益性资产，因此不少融资平台公司尽管资产规模较为庞大，但是基本没有可持续的赢利能力。为了维持融资平台公司的后续融资能力，有时地方政府也需要采取向融资平台公司临时注入资金剥离债务的办法以降低平台公司的资产负债率，从而使其重新达到国家规定的项目资本金要求或者商业银行规定的融资准入门槛[11]。

除了一次性注入资金剥离债务以降低平台公司负债率的做法之外，不少地方政府还会通过对融资平台进行持续的财政补贴以保证其实现账面盈余。地方政府之所以愿意采取此类财政补贴措施的主要原因是希望融资平台公司能够达到发行公司债券的准入门槛，因为相关的法律法规对拟发行公司债券的发行主体具有明确的赢利要求[12]。例如：《证券法》规定发行主体“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”；《公司债发行试点办法》规定发行主体“最近三个会计年度实现的平均可分配利润不少于公司债券一年的利息”。

（二）以土地储备扩充资产规模已成地方融资平台公司的常见操作手法，但土地使用权价值评估过程存在较为突出的问题。

地方政府之所以向融资平台公司注入大量没有什么经济效益的城市公共基础设施或者其他公益性资产，主要目的是为了提升融资平台公司资产规模，降低公司资产负债率，从而切实增强公司融资能力。除了注入各种基础设施或者其他公益性资产之外，最常见的美化融资平台公司财务报表的操作手法是以储备土地的使用权评估价值入账，迅速提高平台公司资产规模[13]。例如，根据重庆水投集团募集“09渝水投债”时发布的公开信息，对比该公司2005～2007年的财务报表可以发现，该公司的无形资产在2005年年末和2006年年末均不过1亿多元的规模，到2007年年末则迅速提增至40.65亿元；公司资产净规模也随之快速提升，从2006年年末的32.33亿元激增至2007年年末的78.57亿元。

我们对200家目前发行城投债券的城投类地方融资平台公司资产负债表进行统计分析之后发现，将大量的土地储备计入无形资产或者存货科目是这些融资平台公司普遍采用的会计操作手法。在这200家城投类地方融资平台公司当中，存货和无形资产占总资产比重超过70%的有9家，超过60%的有17家，超过50%的有34家，超过30%的有96家。相比之下，前面提及的重庆水投的存货和无形资产占总资产比重才不过22%。另外，根据我们对目前城投债发行较为集中的安徽、重庆、湖南、江苏、江西、辽宁、山东、天津、浙江等9个省区共144家城投公司的资产状况进行初步统计的结果，这些平台公司的存货和无形资产占总资产比重的简单平均值已高达33%。

表 4–3　发行城投债募集资金的平台公司资产状况

(存货+无形资产)/总资产	城投类平台公司数量（家）	数量占比(%)
比例超过 70%	9	4.5
比例超过 60%	17	8.5
比例超过 50%	34	17.0
比例超过 40%	66	33.0
比例超过 30%	96	48.0
比例超过 20%	116	58.0

资料来源：万得资讯

土地储备及其使用权价值评估的高低与否以及评估结果的可靠性都跟所采用的评估方法紧密相关。但是绝大多数城投债发行公司在债券募集说明书中恰恰对这一点最是语焉不详。由于信息披露不完全，我们从公开信息中无从判断土地价值的评估是否公允，甚至无从判断土地储备的具体状况究竟如何[14]。问题的关键在于，采用什么方法来评估土地价值对最后的评估结果影响极大。例如，如果按照成本法进行评估一般不会发生明显的波动或虚高问题，但是如果采用市场比较法或者假设开发法就比较容易产生价值高估的现象。从我们了解到的情况来看，几乎没有几家融资平台公司会按照成本法进行土地估值；而储备土地被假定以25%甚至更高的年化复合增长率增值是假设开发法评估中较为普遍的做法。

（三）地方融资平台公司的债权保全措施比较薄弱，信用贷款、财政违规担保及平台公司交叉互保的现象较为普遍。

从商业银行的角度看，地方融资平台公司除了资产质量良莠不齐、评估资产价值可能高估的问题之外，另外一个比较突出的问题就是贷款的债权保全措施极为薄弱。前面列出的有关地方融资平台贷款担保方式的分类数据显示，截至2009年年末，在7.2万亿地方融资平台贷款余额当中，约有1/3为纯信用放款，其中将近60%为政府信用贷款；约有21%为保证贷款，其中以财政收入担保的贷款约占17%，融资平台公司交叉互保的约占40%。而根据银监会最新一期通报信息的情况看，截至2010年6月末，地方政府融资平台贷款余额7.66万亿元，其中项目借款主体不合规、财政担保不合规或者本期偿还有严重风险（贷款挪用或贷款充当资本金）的贷款约占23%。从目前已经掌握的相关统计数据来看，此类融资平台公司的贷款偿付风险实际上已经开始逐步显现。

或许对于地方融资平台公司而言，获取银行信贷相比较于发行公司债券最大的一个好处就在于，平台公司不需要为获取银行信贷履行更为苛刻的信息披露义务，因而可以把问题隐藏得比较深。但是掩盖问题并不等于问题不存在。从我们掌握的情况看，实际上不少地方融资平台公司除了存在虚增公司资产、高估资产价值、项目借款主体不合规、财政担保不合规等违规操作之外，还存在公司设立不规范、用信贷资金充当资本金等其他一些问题。例如，有些地方政府存在把融资平台关联公司获取的银行贷款或者信托资金挪用来充当项目资本金的现象；还有一些地方政府由于财力不足，拿不出足够的资金作为融资平台公司的注册资金或项目资本金，甚至采用把一笔资金来回转的办法，用同一笔资金充当几家平台公司的注册资金或者几个项目的资本金。不难理解，之所以

会造成以上这些现象的深层次原因在于，融资平台公司本身就是地方政府在现实的资金需求压力下为绕开现行的体制与政策障碍而采取的变通手法。地方政府通过划拨土地、股权、规费等各种资产并通过直接或间接的政府担保方式组建融资平台公司，其根本目的就在于从形式上满足金融市场的融资准入门槛，以便获取外部融资，进而能够将资金用于由当地政府主导的建设工程。

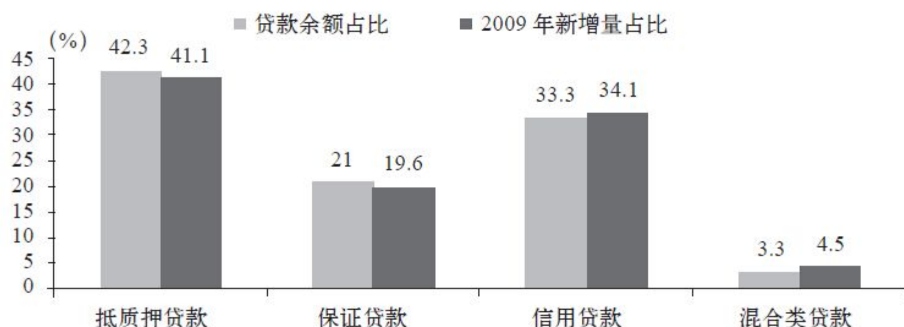


图 4-12　地方政府融资平台贷款的担保方式

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

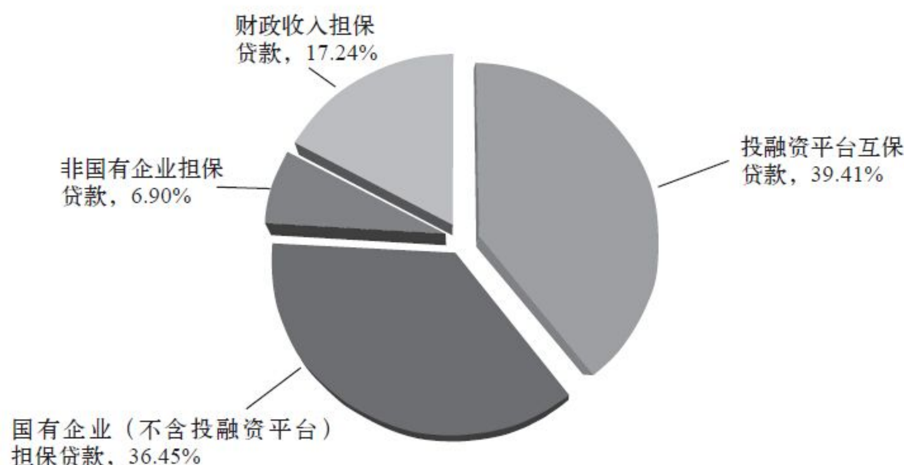


图 4-13　地方融资平台保证贷款的具体结构状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

表 4-4　地方政府融资平台不良贷款分地区状况

指标 地区	2009 年不良贷款（单位：亿元、%）			不良贷款构成情况（单位：%）			
	2009 年末	不良贷款率	较三季度增减	2002 年以前发放	2003~2005 年发放	2006~2008 年发放	2009 年以来发放
全国	436.4	0.59	0.06	27.4	36.3	30.8	5.5
东部	68.0	0.16	0.02	27.3	36.1	32.0	4.6
长三角	22.4	0.12	0.00	24.0	30.2	36.8	8.9
珠三角	20.2	0.47	0.03	48.7	41.6	9.6	0.0
环渤海	16.1	0.09	0.02	11.7	45.1	39.1	4.0
东北	42.4	0.63	0.32	24.5	18.0	20.5	36.9
中部	240.5	1.77	0.26	28.1	38.9	25.3	7.7
西部	128.0	0.81	–0.04	26.0	31.5	40.7	1.8

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

当前监管部门正在按照“国发〔2010〕19号文件”的相关规定对地方政府融资平台贷款进行逐笔核实查对，要求从借款主体、担保主体、贷款管理等方面查找贷款存在的风险和问题，对不符合规定的项目进行清

理整顿，并采取整改保全措施；同时要求对融资平台公司实施分类管理，规定只承担公益性项目融资任务并且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台将不得再从事融资业务；规定不得将学校、医院、公园等公益性资产作为资本注入地方融资平台；坚决制止地方政府违规担保承诺行为，规定地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任。从总体上看，这些规范性要求的出台既有利于规范地方政府的现有债务，也有利于在一定程度上抑制地方政府继续过度举债的行为，从而起到缓解地方政府债务风险的作用。如果不采取此类果断措施，区域性的财政风险和金融风险或将难以避免。

另外，根据银监会的统计，截至2009年6月，全国各省、自治区、直辖市合计设立了8 221家融资平台公司，其中县级融资平台高达4 907家，数量占比高达60%。截至2009年年末，在2.34万亿元新增地方融资平台项目贷款中，省级、地市级和县级平台的新增项目贷款占比分别为25.8%、49.1%和25.1%，同比增速分别为67.6%、76.3%和104.7%。考虑到地方政府行政层级越低通常其可支配财力越弱、内部操作越不规范从而其债务偿付能力和偿付意愿也可能越低的问题，县级融资平台占据绝对多数并且新增项目贷款同比增速较高的状况非常令人担忧。但是我们也注意到，从地区间的横向比较来看，地方政府行政层级的高低似乎还难以决定地方融资平台债务风险的强弱。2010年以来，在浙江、山东等地相继开展的有关“镇级市”或“县辖市”的试点工作，尝试以一个城市的标准来建设和管理一个中心镇，正是在充分考虑各地区经济社会发展差异基础上在县域经济发达地区推行的行政体制以及财权和事权的改革措施。这一改革举措也提醒我们，不管是在评估地方融资平台债务的信用风险还是操作风险的过程中，单纯从融资平台公司所属的地方行政层级角度看问题，可能并不完全恰当。

金融机构在现有体制下无法摆脱地方政府隐形干预

针对地方政府融资平台债务状况的分析表明，当前不少地方政府的债务风险问题确实已经非常突出。如果未来宏观经济增速趋缓或者房地产市场陷入低迷，至少有相当一部分融资平台贷款债务率过高的城市或地区不排除会陷入较为严重的债务危机的可能。当前如果不采取果断的债务治理措施，区域性的财政风险和金融风险或将难以避免。地方政府债务并不是一个新问题。当前在努力化解地方政府融资平台债务风险的

同时，如何寻求对地方政府债务的长效治理机制是各界普遍关注的议题。而要建立针对地方政府债务的长效治理机制，首先需要搞清楚的问题是：地方政府为什么能够从金融机构获取如此巨额的信贷资金？尽管相关的法律法规禁止地方政府合法举债，但是地方政府却几乎总是能够通过层出不穷的融资模式“创新”绕开各种金融市场准入门槛，进而实现其融资目标。

2003年以来，中国对银行体系的改革已经取得显著进展。在股份制商业银行不断发展的同时，大型国有商业银行在经过财务重组、股份制改造和股票公开上市等一系列强有力的改革之后，其内部治理结构和风险管理机制也已逐步得到强化。这些改革措施对于防范地方政府对银行信贷的不当干预能够起到非常积极的作用。但是地方政府通过组建各种形式的融资平台，仍然能够轻而易举地越过商业银行及其监管机构设置的各种信贷准入门槛。相关的统计数据表明，实际上商业银行目前已经超越政策性银行成为地方融资平台最主要的资金提供者。这再次证明，在当前的体制环境下，试图通过单纯的银行体系改革来实现遏制地方政府过度举债行为的目标是一项非常艰巨的任务。跟以前地方政府直接干预银行信贷的行为存在明显不同的是，当前地方政府对金融体系的干预方式正在逐渐趋向于隐形化。这种趋势更进一步使得监管当局对于地方政府债务的监控变得越来越困难。从保持国民经济健康稳定发展的角度出发，我们需要高度关注地方政府过度负债可能造成的宏观经济成本问题。

一、商业银行已经成为地方融资平台的主要资金来源

从地方政府融资平台举债资金的来源看，2009年出现的一个重要变化是国有商业银行和股份制商业银行已经超越以国家开发银行为首的政策性银行，成为地方融资平台最主要的资金提供者。

根据中金公司研究报告披露，从不同类型金融机构融资平台贷款余额的分布状况来看，国家开发银行和农业发展银行这两家政策性银行占全部金融机构地方政府融资平台贷款余额的比重约为31.1%，城市商业银行地方融资平台贷款余额占比约为7%，国有商业银行和股份制商业银行地方融资平台贷款余额合计占比高达55.7%。从2009年新增融资平台贷款的占比状况来看，国家开发银行和农业发展银行两家政策性银行合

计占比约为18.8%，城市商业银行占比约为6.1%，国有商业银行和股份制商业银行合计占比则高达69.9%。显而易见，国有商业银行和股份制商业银行是2009年地方融资平台信贷膨胀过程中最主要的资金供给者。

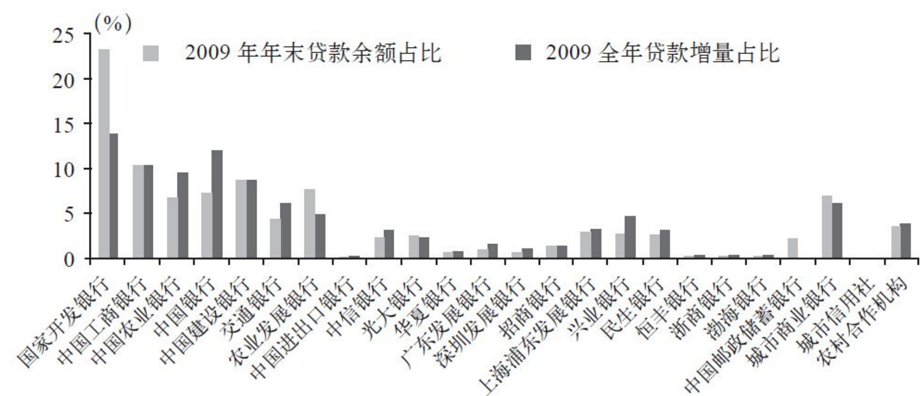


图 4–14　金融机构地方政府融资平台贷款占比状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

从各家金融机构地方融资平台贷款余额的具体占比状况来看，截至2009年年末，国家开发银行、农业发展银行和中国进出口银行这三家政策性银行融资平台贷款余额占全部金融机构融资平台贷款余额的比重分别约为23.3%、7.8%和0.2%，这样的平台贷款余额占比状况基本反映了这三家政策性银行的业务定位差异；另外也可以看出，国家开发银行此前一直是提供地方政府融资平台贷款的绝对主力，尽管其2009年融资平台贷款余额同比增速显著低于各主要商业银行，但其一家机构的地方融资平台贷款余额仍占全部金融机构融资平台贷款余额的近1/4。“工农中建”四大国有商业银行的地方融资平台贷款余额占比分别为10.4%、6.8%、7.3%和8.8%，四家合计占比高达全部金融机构地方融资平台贷款余额的1/3，较三家政策性银行平台贷款余额合计占比高出2个百分点。包括交通银行在内的13家股份制商业银行融资平台贷款余额合计占比约为22.4%，其中地方融资平台贷款余额较高的交通银行、上海浦东发展银行、兴业银行、民生银行、光大银行和中信银行占比分别约为4.4%、2.9%、2.7%、2.7%、2.6%和2.4%。

再来看一下各家金融机构2009年新增地方融资平台贷款的具体占比

状况：国家开发银行的占比约为13.9%，农业发展银行和中国进出口银行的占比分别为4.9%和0.3%；“工农中建”四大国有商业银行的占比分别约为10.3%、9.6%、12.1%和8.8%，合计占比达到全部金融机构2009年新增地方融资平台贷款的40.8%，其中尤为引人注目的是中国银行，其新增地方融资平台贷款比重仅比国家开发银行低1.8个百分点，考虑到中国银行2009年年末平台贷款余额占比较之国家开发银行低出16个百分点的事实，不难看出中国银行2009年信贷策略之激进程度；包括交通银行在内的13家股份制商业银行的合计占比为29.1%，其中总资产规模较大的交通银行占比最高，约占全部金融机构新增地方融资平台贷款的6.1%；其余占比较高机构的依次分别为兴业银行、上海浦东发展银行、中信银行、民生银行和光大银行，具体占比分别约为4.7%、3.3%、3.2%、3.2%和2.3%，其中兴业银行2009年全年新增平台贷款占比跟作为政策性银行的农业发展银行基本持平。从总体上来看，国家开发银行和农业发展银行的新增平台贷款占比显著低于平台贷款余额占比；而在各家主要商业银行当中，除了工商银行、建设银行和光大银行等少数几家机构之外，其他各家机构的新增平台贷款占比均显著高于平台贷款余额占比。

从各家金融机构地方融资平台贷款余额的增长状况来看，国家开发银行和农业发展银行这两家主要政策性银行在2009年年末融资平台贷款余额同比增速分别仅为32.6%和35.1%，显著低于同期全部金融机构地方融资平台贷款余额70.4%的增长速度，在各家金融机构当中基本处于垫底的行列。除了2007年新组建的中国邮政储蓄银行之外，所有国有商业银行和股份制商业银行的融资平台贷款余额同比增速都远远高于国家开发银行和农业发展银行。

在“工农中建”以及交通银行、兴业银行、上海浦东发展银行、中信银行、民生银行、光大银行等10家提供地方融资平台贷款的主要商业银行当中，尤其值得注意的是中国银行、中国农业银行和兴业银行。兴业银行2009年年末融资平台贷款余额占全部金融机构地方融资平台贷款余额的2.7%，2009年新增地方融资平台贷款1 425亿元，占全部金融机构新增地方融资平台贷款的4.7%；除了“工农中建”加上交通银行这5家大型商业银行之外，兴业银行在同类型股份制商业银行当中新增平台贷款占比位居第一，基本与农业发展银行持平；平台贷款余额占比位居第二，仅次于上海浦东发展银行，与民生银行基本持平；2009年年末平台贷款余额同比增长262%，在全部金融机构中位居第二，仅次于恒丰银行，而后者同期新增平台贷款和平台贷款余额占比分别仅为0.4%和

0.2%。中国银行和中国农业银行2009年年末平台贷款余额同比分别增长219%和140%，在5家大型商业银行中位居前二；其中中国银行2009年新增地方融资平台贷款3 702亿元，占全部金融机构新增地方融资平台贷款的12.1%，新增平台贷款规模仅比国家开发银行低535亿元，比工商银行高出565亿元；在2009年第四季度几乎所有主要商业银行融资平台贷款余额增速较第三季度开始下降的同时，中国银行和中国农业银行当季分别增长了12.7%和36.4%。

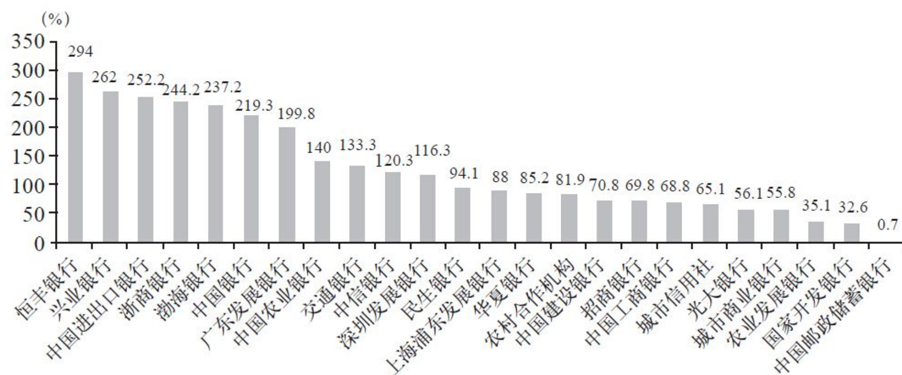


图 4–15　金融机构地方政府融资平台贷款余额增长状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

考虑到各家金融机构的资产规模差异较大，以上有关各家机构融资平台贷款占全部金融机构平台贷款比重的统计数据还不能充分反映不同机构的经营风格差异。为此，需要进一步考察各家金融机构的融资平台贷款相对于其自身一般贷款总量的占比状况（即平台贷款集中度指标）。截至2009年年末，全部金融机构地方融资平台贷款余额集中度（平台贷款余额/一般贷款余额）约为20.4%。从各家金融机构2009年年末地方融资平台贷款余额集中度的分布状况来看，除了国家开发银行之外，中国邮政储蓄银行、农业发展银行、光大银行、兴业银行、渤海银行和上海浦东发展银行的平台贷款余额集中度都超过25%；民生银行、广东发展银行、恒丰银行、交通银行、中信银行、浙商银行以及作为一个整体进行测算的城市商业银行的平台贷款余额集中度超过20%；深圳发展银行、中国银行、工商银行和建设银行的平台贷款余额集中度超过了15%。2009年全年金融机构地方融资平台新增贷款集中度（平台贷款增量/一般贷款增量）约为34.5%。从各家金融机构2009年地方融资平台

新增贷款集中度的分布状况来看，农业发展银行的新增平台贷款集中度超过70%；国家开发银行和兴业银行超过60%；上海浦东发展银行、深圳发展银行、广东发展银行、光大银行、交通银行和民生银行的新增平台贷款集中度处于40%～50%之间；中信银行、渤海银行、中国银行、农业银行、恒丰银行、华夏银行、建设银行和工商银行处于30%～40%之间。

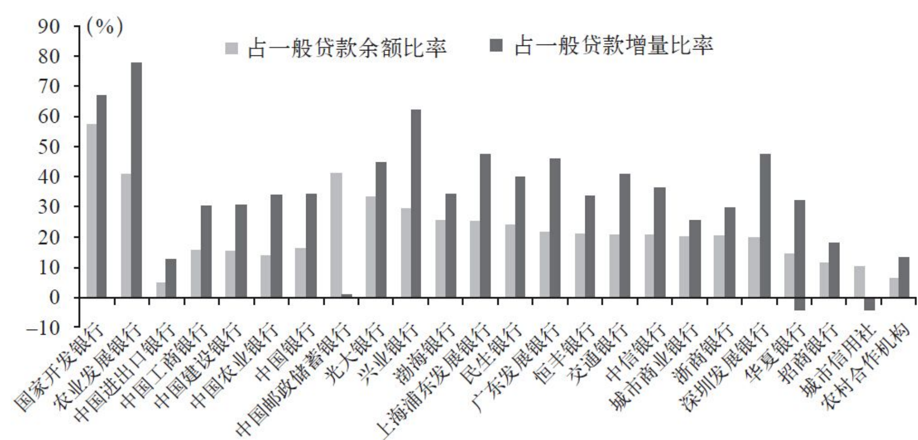


图 4–16　金融机构地方政府融资平台贷款集中度分布状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

前面针对融资平台贷款区域分布状况的分析已经提及，如果将金融机构地方政府融资平台贷款余额集中度警戒监管阈值设为15%，金融机构地方融资平台超额贷款总量约为1.96万亿元，约占全部融资平台贷款余额的26.6%；其中东、中、西部金融机构的平台超额贷款总量分别为8 953亿元、3 714亿元和5 726亿元。如果将金融机构地方政府融资平台新增贷款集中度警戒监管阈值设为25%，金融机构地方融资平台超额贷款增量约为8 421亿，约占全部融资平台贷款新增量的27.6%；其中东、中、西部金融机构的平台超额贷款新增量分别为5 183亿元、978亿元和2 062亿元。现在我们进一步考察一下这些超额平台贷款在各家金融机构之间的分布状况。

在除政策性银行和农村合作金融机构之外的主要金融机构当中，如果以15%作为融资平台贷款余额集中度警戒监管阈值，光大银行、中国邮政储蓄银行以及作为一个整体进行测算的全部城市商业银行的地方融

资平台超额贷款总量都超过1 000亿元；兴业银行平台超额贷款总量超过900亿元；交通银行、上海浦东发展银行和民生银行都超过700亿元；中信银行和中国银行超过400亿元。如果以25%作为融资平台新增贷款集中度警戒监管阈值，中国银行和兴业银行的融资平台超额贷款新增量超过800亿元；农业银行、交通银行和工商银行超过500亿元；上海浦东发展银行和建设银行超过400亿元；民生银行、中信银行和光大银行超过300亿元；广东发展银行和深圳发展银行超过150亿元。

综合起来看，这些数据很容易让我们产生一种强烈的感觉，那就是：无论是那些内部治理结构相对较为完善的股份制商业银行，还是经过一系列强有力的改革之后内部治理结构和风险管理机制已经逐步得到强化的国有商业银行，或者是那些股份结构较为多元化的城市商业银行，其经营策略似乎都在向作为政策性银行的国家开发银行靠近！我们要寻求对地方政府债务的长效治理机制，显然不能对这种看似比较奇怪的变化熟视无睹。

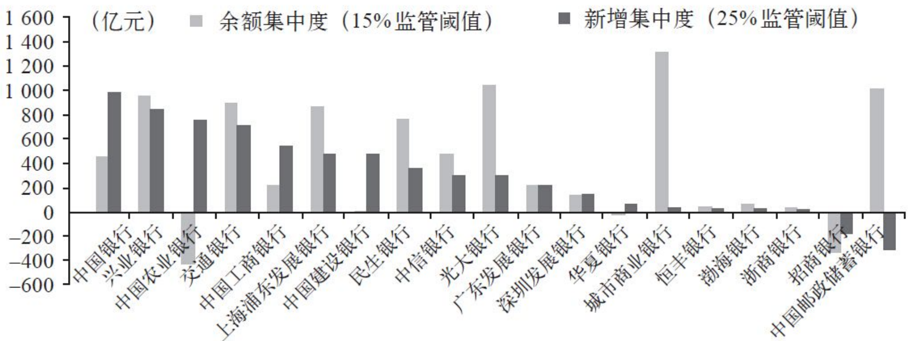


图 4–17　金融机构地方政府融资平台贷款超额状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

二、强化金融机构内部治理仍难抵挡政府隐形干预

商业银行因向地方融资平台集中放贷造成的信贷风险很容易使人联想到这些银行的内部管理机制可能存在较为严重的问题，进而对中国过去这些年针对银行体系的改革成效产生怀疑。我们认为，少数商业银行

在信贷风险监控方面可能确实存在一些问题，但是当前最主要的问题并不在于银行体系的内部管理机制。实际上，在当前的体制环境下，试图通过单纯的银行体系内部改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目的是一项非常艰巨的任务。

对于中国大型国有商业银行的改革成效问题，过去几年间曾有境外机构在它们发布的分析报告中提出过一些批评。这些境外机构认为，中国大型国有商业银行改革问题的要害在于政府依然是银行部门的主要股东，并且没有任何迹象表明政府打算在近期内放弃对主要银行的控股权；由于股份制改革不彻底的原因，这些大型国有商业银行的实际运作几乎没有发生任何变化，许多银行仍然将大量资金贷给国有企业，而且贷款也几乎完全没有根据商业风险进行定价。更有甚者，这些大型国有商业银行不仅没有考虑贷款企业的赢利能力，而且“在利润率更高省份”的贷款份额“实际上在下降”。为此，它们建议大型国有商业银行应该进一步分散股权结构，提高业务运作透明度，并引入“一套标准的银行经理人业绩激励机制”，通过激励银行经理人，保证银行经营业绩得到持续改进。而在当前地方融资平台债务膨胀、商业银行平台贷款激增的情况下，又有一些海外观察家进一步提出，未来几年因地方政府债务危机造成的商业银行呆坏账高企将使得过去10年来中国对银行体系进行的改革成为一场笑话。

在此前发布的中国城市/地区金融生态环境评价报告中，我们曾经对那些境外机构有关中国大型国有商业银行改革成效的分析报告提出过针对性的批评。我们认为，金融体系并不是一个能够独立创造金融产品和金融服务的系统，它的运行关系到它赖以生存的制度环境以及其中的政治、经济、文化、法治等各项基本环境要素；金融体系的任何微观机制都需要依托一定的宏观环境和制度条件才能得以运行。中国现阶段面临的金融风险固然有金融机构内部治理结构缺陷方面的原因，更有金融业生存与发展的外部金融生态环境不良的深刻根源。中国金融业的问题事实上是中国经济和政治体制转轨过程中诸多体制性矛盾累积之后的集中表现。如果这些矛盾得不到有效解决，金融机构微观治理结构层面的改良并不一定能够保证金融业发挥有效的资源配置作用，金融风险同样也会发生并且积累成灾。

在过去30年的改革进程中，尽管我们从一开始就不断地强调要“党政分开”、“政企分开”、“减政放权”、“松绑让利”、“转变政府职能”、“推进体制改革”，但是一个明显的基本事实是，各级地方政府支配资源的能力并没有因此而减弱，实际上近年来还存在不断加强的趋势。由于各级地

方政府可以通过各种方式控制土地、矿产等基本要素资源的市场价格，并且拥有对各项经济活动的市场准入条件近乎绝对的控制能力，由此造成的结果是国民经济的运行具有极强的政府主导色彩。在这样一个政府主导资源配置的经济体系当中，商业银行即便能够通过强化内部治理将来自政府层面的直接干预拒之门外，但是迫于经营上的压力，最终还是无法挣脱现行体制框架的约束，要想廓清政府与银行之间纷繁复杂的关系绝不是一件容易的事情。

过去10年来，中国对金融体系的改革已经取得了显著进展。无论是从直接融资与间接融资的相对占比还是从两类融资方式的内部构成角度，均可以看到明显的融资渠道多元化的发展趋势，表明中国在构建和发展多层次金融市场体系方面的成效颇为显著。在银行体系的改革和发展层面，在股份制商业银行不断发展的同时，大型国有商业银行在经过财务重组、股份制改造和股票公开上市等一系列强有力的改革之后，其内部控制和风险管理也正在逐步得到强化。但是，由于政治体制改革滞后、社会诚信环境不健全等一系列制度层面的原因，前面提到的地方政府所掌握的对土地、矿产等基本要素资源的实际控制权，以及对各项经济活动几近绝对的市场准入权限，经常被金融机构视做是最值得信赖的抵押物。源于开发性金融机构的“银政合作”金融模式就是这种制度背景下的产物，而这种金融模式之所以会被各家主要商业银行竞相效仿，也正是由于同样的体制根源。在这样一种政府主导经济运行的体制环境下，金融机构必然会屈从于行政权力，金融资源的配置必然会服从于行政权力的意志。由此，地方政府就能够利用这种体制性的弊病在很大程度上掌控对金融资源的实际配置权。

我们在现实中也可以看到，尽管相关法律法规明确禁止地方政府直接举债，监管部门也比较注意防范地方政府对金融体系的行政干预，但是地方政府却几乎总是能够通过层出不穷的融资模式“创新”绕开各种金融市场的准入门槛和监管规定，进而实现其融资目标。尽管信贷资金的投放都是通过经由现代商业银行模式改造之后的银行体系及其专业化的审贷委员会按照规范的程序审批，但在当前这种政府主导资源配置的体制环境下，商业银行难以从根本上防御地方政府通过各种隐形方式对信贷配置施加行政影响。从这个角度来讲，单纯依靠强化银行体系的内部治理显然无法遏止地方政府过度举债的行为。对此，前面提及的当前一些内部治理结构相对更为完善的股份制商业银行在对地方政府融资平台集中放贷的过程中甚至比大型国有商业银行表现得更为激进的事实，就是一个明显的例证。

这意味着当银行体系的内部改造进行到一定阶段之后，就需要通过加快体制改革、转换政府职能、强化社会信用体系建设、促进以保护债权为中心的法治环境等一系列综合改革措施，才能进一步巩固和深化金融改革的成果。值得注意的是，我们并不是在倡导一种机械式的阶段论，也不认为在其他方面的体制改革没有到位之前，对银行体系的改革应该停顿。我们所要强调的是，任何单项的制度都只是整个制度环境体系当中的一个环节，要使该项制度能够发挥良性作用，需要其他相应的制度来协调和配套。在体制转轨的过程中，某些体制的改革“超前”或“滞后”引起的不协调问题都可能造成无效率的结果。这是转轨经济体的一个最基本的特征。在一些市场经济体制比较发达的国家，由于各项体制之间的协调性相对较好，这种因“体制之间的相互不协调”而产生的金融生态环境问题不突出，因而不需要予以特别关注；而在中国这样的体制转轨国家，解决这种因体制不协调而造成的金融生态环境问题对于推进银行体系的改革就具有特别的重要意义。它不仅可以说明为什么那种一味地鼓吹股权结构分散化的论调并没有抓住中国银行体系改革问题的关键，也可以说明为什么在当前的体制环境下，试图通过单纯的银行体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目的几乎是一项不可能完成的任务。

通过考察地方政府举债模式的演变过程，我们可以更进一步看到地方政府是如何通过层出不穷的融资模式“创新”绕开金融市场的各种准入门槛和监管规定，并通过对金融机构实施隐形干预影响金融资源的配置结果的。国家行政学院的时红秀教授曾经对地方政府举债模式的演变过程进行过深入的总结。实际上，地方政府举债模式的演变过程向我们展示的是地方政府为实现融资目标，如何跟金融机构以及相关监管部门博弈的过程。由此也可以看出，强化地区金融生态环境建设，不断化解因体制不协调而造成的金融生态环境问题，弱化地方政府对金融体系可能施加的行政影响，是中国这样一个转轨经济体在促进金融体系改革的过程中所需要面对的一项特殊课题。

我国《预算法》第三条规定，“各级政府预算应当做到收支平衡”；第二十八条规定，“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。《担保法》第八条规定，“国家机关不得为保证人，但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外”。这些规定意味着地方政府没有合法融资和对外担保的体制通道。随着公共财政体制建设的不断推进，地方政府创设预算外收入受到的限制越来越严格；在

强烈的资金需求驱动下，地方政府除了变卖所有法律规定属于国家所有但归于当地控制的土地、矿产等各种资源之外，对外举债的手段也随着金融监管环境的变化而不断翻新。

地方政府绕开各种政策法规的限制进行大规模市场化的融资行动，主要始于1998年的政府财政刺激计划。当时为了应对亚洲金融危机，允许地方政府大举扩张投资规模。为解决地方政府所属土地储备中心的资金问题，一些地方政府开始将没有信贷准入资格的事业单位进行公司制改造，然后找到金融机构与地方政府合作，对这些转制企业或者干脆直接对地方政府进行授信。2002年11月，安徽省政府通过与国家开发银行签订“打捆贷款”协议获取数百亿元基础设施建设贷款，首开省级政府的“银政合作”模式；随后，一些股份制商业银行和大型国有商业银行多有效仿。这种由地方政府采用土地收益、财政资金以及其他规费收入作为偿贷保证，由大型国有银行以巨额长期贷款支持地方政府进行基础设施项目建设的投融资模式，就是一度盛行全国的“银政合作”与“打捆贷款”模式。由于“打捆贷款”的具体用途复杂不清，信贷风险难以监控，这一政府融资模式在2006年的宏观调控过程中被监管部门叫停。当时国家发改委、财政部、建设部、中国人民银行和银监会等五部委曾经联合发布通知，要求金融机构立即停止一切针对地方政府的“打捆贷款”和相关授信活动。

在此期间，还出现过其他一些较为罕见的地方政府举债方式。例如，2004年年初，财政部驻山东省监察专员办在异地专项调查中发现，成都市青羊区在1992～2001年10年间违规发行地方政府债券3.75亿元。由于明显违反相关法律法规规定，这种被称为“青羊模式”的政府融资模式并不流行。2003年6月23日，鞍山市政府委托当地所属的鞍山信托设立“鞍山市城市基础设施建设集合资金信托计划”，首次募集资金3亿元，并在上海证券交易所公开发售；当年7月10日鞍山市人大批准政府议案，同意利用鞍山信托筹集城市基础设施建设资金并将还款资金纳入同期年度财政预算。这种利用信托公司在证券市场上为地方政府建设项目进行债务融资的“鞍山模式”不仅需要通过证券监管机构的一系列审批程序，同时还需要担负证券市场的各种信息披露义务，准入门槛相对较高，因此也不流行。

当前各界普遍关注的地方政府融资平台债款可以说是地方政府为满足对外融资需求而采取的一种形式上看起来更为市场化的融资模式创新。地方政府融资平台较为知名的当属重庆“八大投”。从2002年年底开始，重庆市通过国债、规费、土地、存量资产注入以及税收返还等方

式，于一年间迅速组建起重庆地产集团、水务集团、交旅集团等八大政府建设性投资集团，开始举借大量银行贷款用于城市建设。重庆“八大投”所采取的由地方政府控股不同行业企业的运营模式，跟上海等部分国内城市由政府控股市属企业进行城市建设开发和基础设施运营的模式比较类似。不同之处在于，重庆“八大投”的项目资本金基本来自国家开发银行提供的软贷款，换句话说，重庆“八大投”的融资模式是以长期开发贷款作为“自有资本金”，然后再进行普通融资。相关政府部门直到最近仍对重庆“八大投”的融资模式表示认可，在2009年2月由财政部、世界银行和重庆市政府联合举办的“城市基础设施建设投融资”国际研讨会上，这种模式更受到一些世界银行官员的热捧，认为重庆经验对中国其他城市的发展建设具有借鉴意义。

2008年年底，面对世界金融危机造成的严峻形势，中央提出4万亿元投资计划。为了解决4万亿元投资计划中地方配套资金的来源问题，有关部门提出支持有条件的地方政府组建投融资平台。几乎是在一夜之间，各地政府开始竞相效仿，甚至由分管领导亲自带队前往重庆“取经”，群起打造此类政府融资平台；组建地方融资平台的各级政府也迅速从省级扩展至地县市，甚至延伸到乡镇一级政府。现在的事实证明，这又是一场典型的“一放就乱”的游戏。有关部门的统计结果显示，自2008年第四季度以来，地方融资平台公司举债资金除了约有10%左右真正用于解决中央提出的4万亿元投资计划中要求地方配套的资金之外，其余部分主要用于地方政府安排的建设项目。而根据国家发改委于2010年8月9日下发的《关于抓紧做好扩大内需中央投资项目有关工作的紧急通知》（发改电[2010] 288号）中披露的信息，截至2010年6月，前四批扩大内需的中央投资项目当中仍有442个项目尚未开工，其中第一批项目3个，第二批54个，第三批63个，第四批322个；在这422个未开工项目中，四川占82个，江西占80个，广东占55个，甘肃占41个，河北占31个。

我们认为，商业银行较为宽松的信贷投放政策毫无疑问是造成地方融资平台贷款激增的直接原因。但是不少内部治理结构相对更为完善的股份制商业银行以及股份结构更为多元化的城市商业银行甚至比大型国有商业银行和作为政策性银行的国家开发银行的信贷策略更为激进的事实则充分说明，这场地方政府融资平台贷款的盛宴固然暴露出当前商业银行内部治理结构和风险管理机制方面存在的缺陷，而更重要的原因则是由于金融机构赖以生存与发展的外部金融生态环境存在明显的缺陷；相较于商业银行的内部控制机制和相关从业人员的道德风险问题来讲，

地方政府及其融资平台存在的问题显然要大得多。透过发改委下发的要求抓紧落实422项尚未开工的4万亿元投资计划项目的紧急通知可以看到，地方政府在“为中央政府投资项目配套资金融资”的名义下因时而动，迅速组建政府融资平台获取巨额信贷资金，而这些资金事实上却已基本被挪作他用！从前面针对地方融资平台信用风险和操作风险的分析不难看出，跟几年前盛行一时的“银政合作”与“打捆贷款”的融资模式类似，现在地方融资平台贷款盛宴的帷幕也已经开始下落。

除了地方政府融资平台贷款之外，“银政信”合作和“城投债”模式是地方政府及其融资平台获取外部资金的另外两个重要途径。所谓“银政信”合作模式是指银行、政府和信托公司三方合作的融资模式：银行发行理财产品，购买信托公司发行的信托产品，地方政府向银行和信托公司出具回购信托产品的承诺函，这些资金投资于地方政府融资平台的债权或股权。例如，2008年7月，中融信托、昆明市政府与富滇银行联合发行20亿元“新昆明信托”理财产品，中融信托将受托资金用于对昆明市土地开发投资经营有限公司（以下简称“昆土投”）的增资扩股，期限两年，期满后昆明市国资委按约定价格溢价回购中融信托持有的“昆土投”股权，如到时未按约回购，昆明市财政局承诺回购，这部分资金将纳入当年财政预算安排并提请人大审议。“新昆明信托”首发后，“银信政”合作融资模式迅速复制。仅2009年1～5月，此类信托产品规模已超过1 000亿元，募集资金多数被用于作为项目资本金。比之“鞍山模式”，现在的“银政信”合作模式省去严格的公开信息披露，操作起来要简单得多。

被称为“准市政债”的“城投债”是城市建设投资类地方融资平台公司在债券市场上公开发行的公司债券。“城投债”最早起源于上海。1992年，为支持浦东新区建设，中央决定给予上海五方面的配套资金筹措方式，其中之一就是1992～1995年每年发行5亿元浦东新区建设债券。2006年9月，合肥市建设投资控股（集团）有限公司在安徽首家发债成功，随后省内各家机构开始群起效仿。但安徽的“城投债”发行数量还在浙江、江苏等省之后。2009年以来，在地方政府大量举债的背景之下，“城投债”规模开始迅速扩张：2005～2008年年底的4年间，城投债的发行总量只有1 585亿元；而在2009年的前8个月，就共计发行64只“城投债”，融资金额达845.5亿元。

值得注意的是，2009年3月，中国人民银行和银监会曾经联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期

票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。从目前的情况来看，地方政府及其融资平台显然更偏好通过银行贷款进行融资。正如我们前面已经指出的，或许对于地方融资平台公司而言，获取银行信贷跟发行企业债、中期票据等融资工具相比最大的一个好处就在于，平台公司不需要为此面对更多的交易对手，更不需要履行更为苛刻的信息披露义务。

相比之下，从地方政府融资平台公司直接通过商业银行贷款到发放“银信政”合作理财产品，再到发行“城投债”，尽管每一种融资模式盛行的背后都蕴涵着地方政府对外部资金的强烈需求，但是不难看出，对于地方融资平台公司而言，一个显著的变化在于，融资平台公司需要为获取外部融资而履行更为严格的信息披露义务。我们前面曾经指出，尽管我们从“城投债”的募集说明书中能够看到许多违规操作的现象，但是如果不是通过这个渠道，在商业银行贷款这种类似私募资金的融资方式下，这些问题并非不存在，而是可以被隐藏得很深。在当前的情况下，无论是为了限制地方政府对信贷资源配置施加行政影响，还是为了遏止地方政府过度举债，阳光化、透明化都是必须迈出的第一步。如果没有更加广泛的市场参与，由商业银行单独面对具有强大资源支配能力的地方政府，不管是要防范其对信贷资源配置的行政影响还是要限制其过度举债，都是几乎不可能达成的目标。

三、债务隐形化趋势很可能导致地方政府过度举债

地方融资平台作为地方政府为满足对外融资需求而采取的一种形式上看起来更为市场化的融资模式创新，是地方政府在现实的资金需求压力下为绕开现行的体制与政策障碍而采取的变通手法。地方政府通过划拨土地、股权、规费等各种资产并通过直接或者间接的政府担保方式组建地方融资平台公司，其根本目的就在于从形式上满足金融机构设置的融资条件和监管部门规定的准入门槛，以便获取外部融资，进而能够将资金用于由当地政府主导的建设工程。在这个问题上，形式对地方政府而言远比内容更重要。前面论及的各种地方融资平台乱象的产生根源即在于此。

组建地方政府融资平台公司这一变通手法具有多方面的好处。首先，地方政府融资平台是独立的企业法人，符合向商业银行借贷的主体

资格；其次，地方政府很容易通过财政拨款或注入土地、股权等各类资产的形式使地方融资平台达到政府投资项目资本金不低于30%的要求；最后，地方政府融资平台可以利用土地使用权甚至未来的财政补贴资金作为抵押向银行贷款，而且融资平台之间还可以互相担保。毫不夸张地说，有了融资平台公司这个“马甲”之后，地方政府可以成功绕开很多诸如地方财政不能列预算赤字、不能进行对外融资担保之类的限制条款。

尽管地方融资平台具有形式上的独立性，但其最终信用主体仍是地方政府，其债务偿付能力与地方政府的财政状况密切相关。我们前面所举的重庆市交通委员会和财政局联合发文提出将重庆“八大投”之一的重庆高速公路发展有限公司国家开发银行软贷款及北京国际信托有限公司信托资金共计61亿元全部转为对该公司高速公路项目拨款的案例，就是对地方政府这种最终信用主体地位的一个很好的例证。但是，地方政府通过直接或间接的担保措施利用地方融资平台公司进行融资，而不是直接进行借贷，从地方政府资产负债表的角度来看，实际上相当于把原先的常规负债项目转变成为表外融资业务；换言之，原先的常规负债项目通过融资平台这个中间环节之后已经变成了或有负债。通过这样一种方式处理之后，地方政府债务实际上已经从账面上被隐形了！如果再经过地方融资平台之间的交叉担保等一系列看似商业化的运作环节，地方政府的或有债务在很多时候可能都不会被外界所关注。

至今仍被看做是地方政府融资平台典范、被世界银行专家认为对中国其他城市具有借鉴意义并且被各地政府竞相效仿的重庆“八大投”曾经公开对外宣称：政府财政不直接为“八大投”进行担保，“八大投”互相之间也不能担保。但是在大公国际为重庆交旅集团出具的2008年度公司债券信用评级报告中特别强调，重庆水投集团为交旅集团拟发行的15亿元人民币公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保！人们很难不由此联想到，运作较为规范者尚且如此，其余的也可想而知。我们认为，在地方政府融资平台的债务问题开始暴露并引起广泛关注之前，很大程度上正是由于它所造成的地方政府债务隐形化的趋势，再加上有土地财政的支撑，才会使得地方政府的债务风险问题在过去几年间似乎看起来已经变得无足轻重，进而淡出公众视线。从这个角度来看，地方政府通过组建地方融资平台绕开有关对外融资的体制与政策障碍的过程，同时也是一个地方政府债务隐形化的过程。

地方政府债务隐形化可能造成的主要问题是难以对债务规模进行有效监控，因而也就更谈不上对可能引发的财政风险和金融风险进行预警，由此更容易造成地方政府过度举债的问题。从深层次上来讲，地方

政府过度举债可能造成微观和宏观两方面的经济成本。因少数地方政府融资平台过度举债引发的局部的财政风险和金融风险可以看做是微观层面的经济成本—地方融资平台一旦无法清偿债务可能会产生拖欠，进而使商业银行等金融机构产生不良资产，严重的可能诱发局部债务危机。相比较而言，地方政府过度举债可能导致的宏观经济成本更加不容忽视。

从当前的情况来看，对因地方政府过度举债所致的以下三方面的宏观经济成本应该予以高度关注。一是对经济结构调整可能产生的负面影响。在2009年应对世界金融危机冲击的背景下，中央制定了十大产业振兴规划，以期在强力拉动中国经济增长的同时优化产业结构，转变经济发展方式；而一些地方政府在规划范围之外自行融资建设的项目却是导致“两高一资”（高消耗、高污染和资源性）产业持续维持甚至死灰复燃的主要原因。二是对国有商业银行改革进程的影响。尽管少数股份制商业银行的策略可能比大型国有商业银行更为激进，但是这些大型国有商业银行在对地方融资平台贷款的过程中仍然稳健不足却是一个不争的事实；如果国有商业银行在此前剥离的2万亿元不良资产尚未消化完毕的情况下再次积聚起巨额不良资产，将对银行体系的改革成果造成极为沉重的打击。三是对缓解宏观经济失衡可能造成的影响。在推动宏观经济持续增长的动力机制上，中国经济过度依赖出口和投资；改变现状的必由之路是实现胡锦涛主席所公开倡导的“包容性增长”，切实提高家庭消费在国内生产总值中所占的比例；但是如果家庭部门被迫以承受较低的储蓄利率和收入增长为地方政府造成的坏账埋单的话，那么“让家庭部门分享经济增长的成果”将成为一句空话，而宏观经济失衡的问题恐怕也很难真正得到缓解。

综合起来看，无论是从微观层面还是从宏观层面上考虑，地方政府债务的透明化无疑都是至关重要的。当前因地方融资平台所导致的地方政府债务隐形化趋势不仅跟地方政府债务治理的目标背道而驰，同时也不符合公共财政体制建设的发展方向。

治理地方政府债务应允许合理举债并遏制过度投资

通过以上对有关地方政府举债模式的演变过程以及当前地方政府融资平台债务风险问题的分析，我们看到的似乎是这样一幅图景：中国的

各级地方政府就像是一群患有资金饥渴症的饿虎，随时在等待着中央政府采取宽松的宏观经济政策的时机；它们在焦躁的等待过程中不断寻求各种能够绕开现行体制和政策限制的政府融资创新模式；一旦时机来临，就准备采用法无禁止的变通手段去赶赴政府融资的盛宴；由于金融业生存发展的外部金融生态环境不良以及政府主导经济运行等一系列深层次上的原因，由银行主导的金融市场面对地方政府融资爱恨交加，欲拒还迎；而盛宴过后，往往是一片狼藉，剩下的是一堆巨额坏账！我们认为，这并非是地方政府融资的真实图景。

从某种程度上说，中国经济改革的进程就是一个从中央向地方不断分权的过程。分权化改革曾经极大地激发了地方政府的积极性和活力。回顾改革历程，中国的地方政府无论在经济发展还是在制度创新方面，一直扮演着非常积极而重要的角色。在经济学界，这种通过向地方分权进而促进地方政府间竞争的改革模式，被广泛认为是造就中国经济持续繁荣最重要的因素。在对地方政府为获取外部资金而穷精竭虑的行为进行深入批判之前，我们需要解答的关键问题是：地方政府为什么会有如此强烈的资金饥渴症？地方政府融资是否具有某种内在的合理性？如果地方政府的对外融资需求确实不可避免，那么单纯依靠堵截的策略就很难真正从根本上解决地方政府的债务问题。

综合起来看，当前地方融资平台债务激增的主要原因是为了满足地方政府安排的公益性基础设施项目建设的资本性支出要求，而不是用于地方经常性服务项目支出。根据有关部门统计，自2008年第四季度以来，地方融资平台公司举债资金除了有10%左右用于解决中央提出的4万亿元投资计划中的地方配套资金之外，其余部分主要用于地方政府安排的城市基础设施等公益性项目建设。这些资本性支出项目大多属于推进城镇化建设所必需的中长期投资项目。从公共财政角度看，由于公共基础设施建设的资本性支出要求与地方财政收入的期限结构不匹配，对公共基础设施建设的资本预算需要寻求必要的外部融资支持。考虑到城镇化是中国经济社会中长期发展战略的一个重要方面，而中国许多地方都面临城镇化所要求的公共基础设施建设资金短缺问题，因此地方政府的融资需求具有一定的合理性。中国当前面临的主要问题在于缺乏有效的手段来遏止地方政府进行过度举债和过度投资的持续冲动。

一、当前地方融资平台贷款主要用于城市建设

地方政府融资平台举债资金主要是用于地方政府安排的公共基础设施项目建设所需要的资本性支出，而不是用于地方经常性服务项目支出。从相关的统计数据来看，如果按照地方融资平台类型进行划分，在城市投资建设、交通运输、开发区建设、土地储备和国有资产管理等不同类型的融资平台公司中，城市投资建设、交通运输类平台是金融机构地方政府融资平台贷款最为集中的领域。

截至2009年年末，流向城市投资建设、交通运输、开发区建设、土地储备和国有资产管理类融资平台公司的贷款余额占金融机构全部地方政府融资平台贷款余额的比重分别为42.8%、22.4%、12.8%、10.4%和10.7%；各类融资平台公司2009年新增贷款占全部融资平台贷款新增量的比重分别为42.6%、17.2%、12.8%、13.2%和11.1%；2009年年末各类融资平台公司贷款余额的同比增速分别为69.8%、46.2%、70.8%、108.5%和74.3%。从融资平台公司贷款余额和贷款新增量占比情况可以看出，城市投资建设和交通运输类平台占据了绝对多数的地位，两者合计的贷款余额和贷款新增量占比分别为65.2%和59.8%；而从贷款余额增速来看，土地储备类平台贷款增速最高，交通运输类平台贷款增速相对较低。

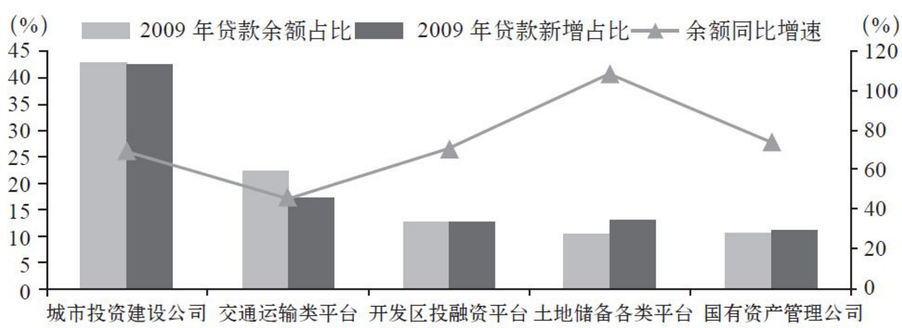


图 4–18　按地方政府融资平台类型划分的平台贷款构成状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

从地方政府融资平台项目贷款的实际投向来看，贷款投向主要集中于基础设施建设行业和广义房地产开发行业两大领域。截至2009年年末，基础设施行业融资平台项目贷款余额约为3.95万亿元，占年末全部融资平台项目贷款余额的69.6%；基础设施行业融资平台2009年全年新

增项目贷款1.56万亿元，占当年全部新增融资平台项目贷款的63.2%；2009年年末基础设施行业融资平台项目贷款余额同比增长65.6%。广义房地产开发行业包括各类开发区、工业园等园区建设、市政公共设施管理以及土地储备等相关子行业，其中有些部分与基础设施建设业下属的子行业重复。截至2009年年末，广义房地产开发行业融资平台项目贷款余额约为3.16万亿元，占年末全部融资平台项目贷款余额的55.6%；广义房地产开发行业平台2009年全年新增项目贷款1.48万亿元，占当年全部新增融资平台项目贷款的60%；2009年年末广义房地产开发行业融资平台项目贷款余额同比增长88.6%。租赁和商务服务业以及公共管理和社会组织类平台项目贷款截至2009年年末的贷款余额分别为0.6万亿元和0.53万亿元，占年末全部平台项目贷款余额的比重分别为10.6%和9.4%；这两类平台当年分别新增项目贷款0.35万亿元和0.3万亿元，占当年全部新增平台项目贷款的比重分别为14.1%和12.3%；贷款余额增速相对较高，分别比上年年末增长了138.2%和132.2%。值得注意的是，公共管理和社会组织类平台项目贷款当中主要以土地储备贷款为主：截至2009年年末，公共管理和社会组织类平台项目贷款当中土地储备贷款余额占比约为81.3%；当年新增的公共管理和社会组织类平台项目贷款中土地储备贷款的增量占比约为85.1%。

表 4–5　地方政府融资平台项目贷款按实际投向分类状况

统计指标 实际投向	2009 年贷款余额（亿元、%）		2009 年贷款增量（亿元、%）	
	年末	占比	全年	占比
项目贷款	56 745	100.0	24 746	100.0
一、基础设施行业	39 484	69.6	15 637	63.2
1. 水利、环境和公共设施管理业	25 813	45.5	10 929	44.2
其中：公共设施管理业	23 215	40.9	9 560	38.6
水利管理业	1 468	2.6	758	3.1

（续表）

实际投向 \ 统计指标	2009年贷款余额（亿元、%）		2009年贷款增量（亿元、%）	
	年末	占比	全年	占比
环境管理业	1 128	2.0	608	2.5
2.交通运输业	12 611	22.2	4 293	17.3
其中：道路运输业	7 566	13.3	3 115	12.6
城市公共交通业	2 874	5.1	723	2.9
铁路运输业	1 618	2.9	350	1.4
3.电力、燃气及水的生产和供应业	1 060	1.9	415	1.7
二、广义地产开发行业	31 577	55.6	14 838	60.0
三、租赁和商务服务业	6 017	10.6	3 491	14.1
其中：投资与资产管理业	4 024	7.1	2 693	10.9
四、公共管理和社会组织	5 335	9.4	3 037	12.3
其中：土地储备贷款	4 338	7.6	2 585	10.4
五、建筑业	1 284	2.3	715	2.9
六、农林牧渔业	519	0.9	130	0.5
七、其他行业	4 106	7.2	1 737	7.0

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

从地方融资平台项目贷款实际投向的行业细分情况来看，基础设施行业下属的公共设施管理业融资平台项目贷款的余额和增量占比均远远高于其他行业平台的项目贷款。除此之外，融资平台项目贷款较为集中的行业主要包括道路运输、土地储备、投资与资产管理以及城市公共交通业；投资与资产管理以及土地储备类融资平台项目贷款增速更是远远高于其他行业平台。

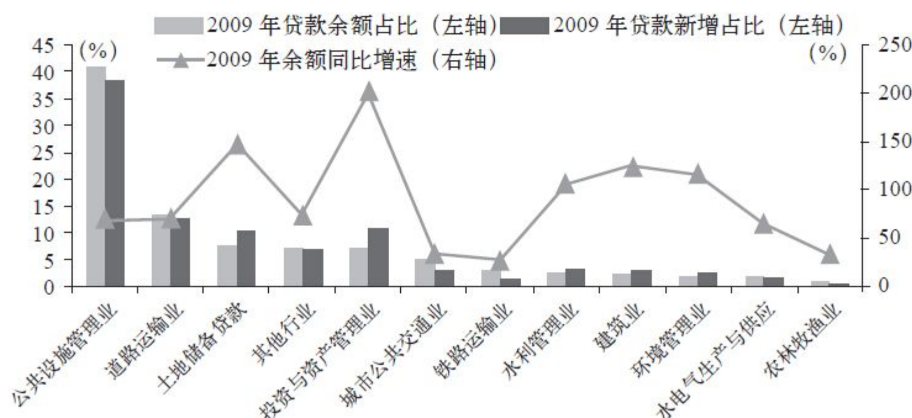


图 4-19 地方政府融资平台项目贷款实际投向的行业细分状况

资料来源：根据中金公司研究数据和公开披露信息整理

综合起来看，地方政府融资平台项目贷款当中约有2/3的比例直接投向水利、环境和公共设施管理业、交通运输业以及电力、燃气及水的生产和供应业等公共基础设施建设管理项目。尽管不少地方政府可能会较多地从形象工程、政绩工程、国内生产总值工程或者从招商引资的角度出发，而不是从提高居民福利水平、促进社会和谐发展的角度出发来安排公共基础设施项目建设，从而使得融资平台项目贷款的实际投向在一定程度上偏离社会福利最大化的公共资本投资政策目标（我们在此前发布的中国城市/地区金融生态环境评价报告中曾经对地方政府公共投资的动机问题展开过针对性的分析），但是这些举债资金主要并非用于地方经常性服务项目支出，这可以说是一个基本的事实。

值得注意的是，地方政府融资平台举债资金主要是用于由地方政府安排的公共基础设施项目建设所需要的资本性支出，而不是用于地方经常性服务项目支出，这一点并非当前出现的新情况。财政部经济建设司2006年完成的一份关于中国城市负债问题的调研报告就曾指出：城市建设债务已经成为城市本级财政债务的最主要部分。截至2004年，城市建设债务占城市本级债务的比重约为70%~90%，包括国债转贷、外债、商业银行借款和政府性投资公司债务在内的各项城市本级债务项目大多数都是用于城市建设。综合各地的情况看，城市建设债务的增长速度通常都高于城市本级债务增速，在1998~2004年，城市建设债务的平均增长率高达50%，高出城市本级债务增速约10个百分点。

由此可见，至少在过去10年间，地方政府举债进行城市建设已经成为一种非常普遍的现象。在这种以小财政撬动大城建的城镇化建设过程中，地方政府债务问题在最近几年间之所以一度显得不那么突出的原因，主要是由于在此期间，房地产市场的持续繁荣使得地方政府一方面能够通过“土地财政”获取巨额的土地出让金收入（对此我们已经在2009年发布的报告《中国地区金融生态环境评价（2008/2009）》中进行过详细分析；有关最近几年地方政府土地出让金收入的大致统计数据，另一方面还可以通过地方政府融资平台利用土地使用权抵押获取巨额外部融资资金，包括土地使用权抵押贷款以及利用土地使用权支持的城投债券和信托融资。

地方政府债务主要用于城市公共基础设施项目建设这一事实意味着，如果我们真正试图从根本上解决地方政府债务治理的问题，首先必须对以下问题作出谨慎判断，那就是：一个地区的公共基础设施建设所需要的项目资金是否能够完全依靠当地自身的财政收入来提供？这显然不是一个简单的“能或者不能”的问题。一旦我们开始深入思考这个问题，就不可避免地需要进一步思考以下几个问题：第一，地方政府的财政收入在扣除地方经常性服务项目支出之后的结余状况如何？第二，地方政府主导的公共基础设施建设项目的投资规模和优先顺序状况如何？对这两个问题的深入探讨无疑将会涉及公共财政体系建设以及财政分权的制度设计等一系列更为宏观的议题。另外一个更具理论色彩的问题是：在一个理想的公共财政体系下，一个地区的公共基础设施项目建设资金能否完全通过当期地方财政（扣除经常性服务项目支出之后的）结余来提供？

二、地方政府为公共投资举债具有一定合理性

城镇化是中国经济社会中长期发展战略的一个重要方面。随着经济发展水平的不断提高和城镇化建设步伐的加快推进，中国许多地方普遍面临的一个挑战是如何在现有的体制框架下实现城市公共基础设施服务项目的有效供给。所列出的是国际上较为常见的对大都市区基础设施和本地性基础设施的分类状况，其中灰格部分是中国的地方政府通常提供的基础设施服务项目。

表 4-6　城市公共基础设施服务项目分类状况

基础设施服务项目	大都市区基础设施	地方性基础设施	
		城市	郊区
能源与电力	火电厂	城市供电	农村发电
	燃气电厂	集中供热	农村供电
	核电站	煤气加工	
	水电站	煤气供应	
	输变电网络		
	区域性干管		

（续表）

基础设施服务项目	大都市区基础设施	地方性基础设施	
		城市	郊区
水	区域性防洪	城市防洪	农村防洪
	区域性供水	城市排水	
	城市制水	城市供水	农村供水
	城市污水处理	城市污水收集	
固废	生活垃圾处理	生活垃圾收集	生活垃圾
	工业固废处理	工业固废收集	工业废弃物
	有害废弃物收集处理		
道路	高速公路+主要桥梁	辅路与桥梁	农村道路
	主干公路+桥梁	支路	
公共交通	区域性公交	本地公交服务	
	城市公交		
	轻轨		
	地铁		
铁路运输	支线铁路		
	铁路货场		
航空运输	客运机场		
	航空货运设施		
航运	内河航运	货运站场	
	主要码头		
通信	主干数据网络	城市电信	农村通信
	卫星接收基站	数据网络	广播电视
	地面传输设施	广播电视	

资料来源：加拿大科瑞澳咨询公司、中国社会科学院金融研究所

通常而言，大都市区基础设施跟本地性基础设施相比，具有以下两个显著特性：第一，大都市区基础设施服务项目具有空间上的溢出性，或者说是跨界效应，即它通常都能够惠及多个行政区域；第二，大都市区基础设施项目具有显著的规模效应，即能够服务于多个区县的更大规模系统的运行效率要显著高于零星分散的系统。因此，大都市区基础设

施的供给机制跟本地性基础设施相比存在一些明显的差异。例如，它可能需要多个行政区域或者多个层级政府的协调配合才能完成。跟具有明显的跨界效应和规模效应的大都市区基础设施项目不同的是，本地性基础设施通常不存在多个不同地区之间的协调问题。因此，本地性基础设施的融资问题，即项目建设资金的筹集以及运行维护费用的安排，主要都将依靠当地政府完成（当然也可以通过一定的合作机制和制度安排，由地方政府跟国有或者私营的服务提供商共同合作来完成）。

就公共基础设施建设项目的融资安排，我们提出的问题是：一个地区的公共基础设施项目建设资金能否完全通过地方财政扣除经常性服务项目支出之后的当期财政结余来提供？更进一步讲，除了那些具有明显的跨界效应和规模效应的公共基础设施之外，那些主要服务于当地居民的本地性基础设施能否通过这种方式进行融资？就中国地方财政的现状而言，采取这样的公共基础设施建设项目资金筹集机制几乎是完全不可行的。对于这种筹资机制之所以不可行的主要原因的传统解释是，地方财政收支状况吃紧，扣除经常性服务项目支出之后的地方财政根本无力承担；通过更深层次的分析会发现这进一步涉及现阶段因分税制财政体制改革不完善所造成的地方政府财权与事权不对等的问题。

对于因地方财政体制层面存在的问题所造成的宏观经济和金融生态方面的影响，我们在过去几年历次发布的中国城市/地区金融生态环境评价报告中均已进行过深入探讨，此处不再赘述。在此，我们要进一步强调的是：撇开地方财政体制层面存在的问题不谈，即使是在一个理想的公共财政体系下，即使仅仅针对本地性的公共基础设施建设项目，其建设资金也难以并且也不应该单纯通过当期的地方财政收入予以支撑。

从公共财政角度看，一个地区或者一个城市的公共基础设施服务项目的建设资金之所以需要通过借助外部融资渠道进行筹集，或者说需要地方政府通过对外举债融资，主要是基于以下两方面的原因：一是公共基础设施服务项目的建设资金需求与地方财政收入的期限结构的匹配问题；二是公共基础设施服务项目的建设和运行所涉及的成本与收益的代际分布问题。描述的是公共基础设施服务项目的资金需求与地方财政收入的期限结构不匹配，以及基础设施服务的成本与福利的代际分布状况。

描述可以看到，首先，在从项目建设运行直至废弃的整个生命周期过程当中，公共基础设施服务项目一般具有初始建设投资资金规模相对较大、后期运行维护费用相对较低的特征，这种现金流支出的期限结构

通常都会显著不同于地方财政的现金流收入的期限结构；后者通常相对较为稳定，而且在扣除地方经常性服务项目的支出（包括现有基础设施项目的运行维护费用）之后，通常都难以覆盖新建公共基础设施项目所需要的初始建设资金。考虑到中国许多地方公共基础设施供给极为匮乏的现状，地方财政预算资金更不可能承担在较短时期内密集投建大量基础设施项目的庞大资金需求压力。其次，公共基础设施项目通常运行寿命较长，由于初始投资大、受益期限长，因此，如果采用类似于现收现付制的项目融资机制，完全利用当期地方财政收入进行融资，不仅会对当期地方财政造成极大的资金需求压力，而且会使成本和收益在当代人与后代人之间的分布失衡，进而造成代际之间的分配不公问题。不少发达国家以及巴西、南非等一些发展中国家均采用发行市政债券等债务融资的方式为基础设施服务项目筹集资金，主要原因即在于此。

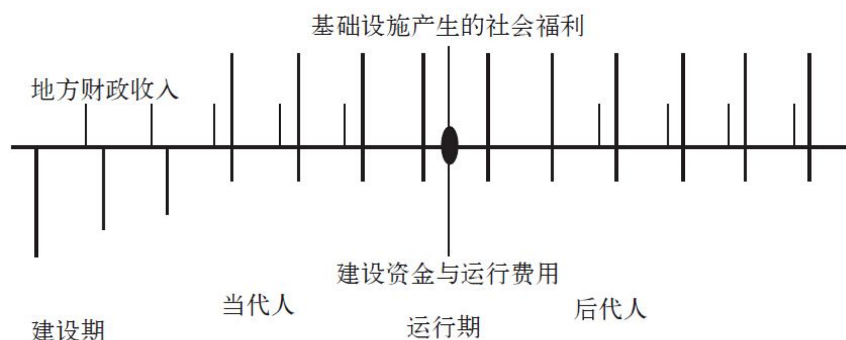


图 4–20　公共基础设施项目的资金成本与社会福利的跨时期分布状况

资料来源：中国社会科学院金融研究所

综合起来看，基于公共基础设施项目建设资金需求与地方财政收入的期限结构差异以及基础设施服务的成本与收益的代际分布特征这两方面因素的考虑，地方政府通过对外举债融资为基础设施项目建设筹集资金具有内在的合理性。从所列的有关城市公共基础设施服务项目的分类当中不难看出，城市基础设施建设将是一个长期持续的过程。在一个城市的基础设施建设达到一定水平之前，通常都要求地方财政为此安排持续的资本性预算支出。中国几个典型城市从1999~2008年这10年间的城市基础设施建设人均固定资产投资状况（其中缺少2005年数据）。从该图中可以看到，在过去10年间，尽管这几个城市每年的城市基础设施建设人均固定资产投资规模存在明显的波动，但是所有这些城市2008年的

投资规模与1999年相比增幅均极为显著；其中投资增幅最快的重庆2008年比1999年增长9.4倍，西安比1999年增长6.9倍，武汉增长4.1倍，天津增长3.5倍，北京和上海在原先较高的投资水平基础上仍分别增长1.7倍和1.5倍。这说明对于中国的大多数城市而言，大规模城市基础设施建设投资在今后一段时期内仍将持续。由此可以判断：在今后一段时期内，地方政府举债进行城市建设投资仍将是一个常见的经济现象。

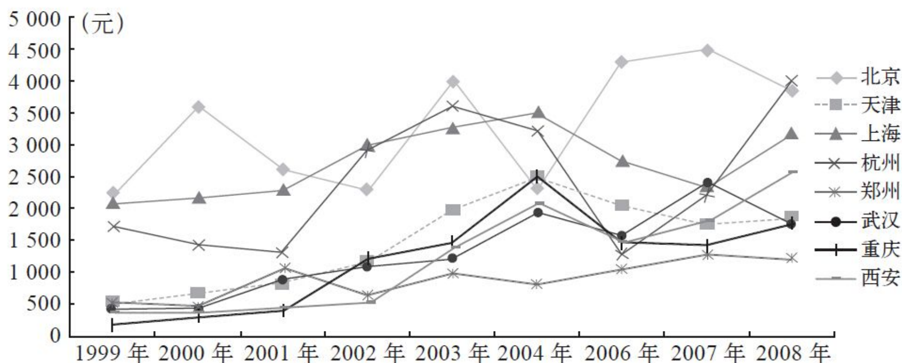


图 4–21　1999~2008 年城市基础设施建设人均固定资产投资

资料来源：《中国城市建设统计年鉴》

三、地方融资平台债务激增皆因公共投资过度

尽管地方政府通过举债融资进行城市公共基础设施项目建设具有内在的合理性，但是这并不意味着举债规模能够在促进城市建设或者改善基础设施的名义下无限扩张。尽管推进城镇化发展战略要求许多地方进行大量的城市公共基础设施项目建设，但是这也不意味着地方公共资本投资计划可以在加快城镇化建设步伐的名义下无限膨胀。地方政府融资平台的债务规模自2008年年底以来急剧膨胀的事实表明，中国当前面临的最主要的问题在于，迄今为止还没有一个有效的机制能够遏止地方政府进行过度投资的持续冲动。

中国的地方政府几乎总是能够找到变通的办法，利用各种途径绕开现行的体制与政策障碍，获取巨额外部融通资金，进而实现将资金用于市政建设或者公用事业等基础设施项目建设的目标。因此，许多地方政

府在制定城市发展建设规划和公共资本投资计划时甚至根本不对资本预算设置实质性的约束目标。例如，早在2003年前后就有183个城市提出要建设“国际化大都市”，约占当时全国667个城市总数的27%。这么多城市发展定位不切实际，盲目追求城市建设的高标准和高速度，根本原因就在于完全没有考虑资本预算约束，没有考虑财政可行性和融资可持续性问题。

以小财政撬动大城建，几乎已经成为大多数地方政府推进城市建设的不二法门。国家行政学院的时红秀教授曾经列举过几个典型的案例。山东省兖州市政府2008年财政预算收入192 519万元，财政预算支出192 517万元，当年结余资金2万元。2009年9月23日，兖州市所属的融资平台公司公开发行7年期“09兖城投债”，发行总额10亿元，票面年利率为6.8%。陕西省咸阳市2008年财政收入60亿元，财政支出85.3亿元，赤字25.3亿元。2009年9月30日，咸阳市所属融资平台公司公开发行10年期“09咸城投债”，发行总额17.5亿元，票面年利率7.6%。重庆市北碚区2008年债务总额45.21亿元，是该区财政可支配财力的4.5倍，其中地方融资平台公司的债务约为36亿元。综合各地的情况来看，这些地方融资平台的举债资金主要都用于城市基础设施建设。而根据前面提到的财政部经济建设司2006年完成的关于中国城市负债问题的调研报告，截至2004年，城市建设债务占城市本级债务的比重约为70%～90%；城市建设债务增速通常都高于城市本级债务增速，在1998～2004年间，城市建设债务的平均增速高达50%，高出城市本级债务增速约10个百分点。所有这些数据其实都反映出一个同样的基本事实，那就是：当前许多地方的公共投资规模过大，城市建设的融资机制缺乏可持续性。

前面曾经提到，对于城市基础设施建设投资缺乏财政可行性和融资可持续性问题的传统解释是因为地方财政收支状况吃紧，扣除经常性服务项目支出之后的地方财政根本无力承担城市建设任务；更深层次的分析进一步涉及现阶段由于分税制财政体制改革不完善所造成的地方政府财权与事权不对等的问题。按照这个思路，当前地方政府融资平台债务激增的根本原因在于地方财力不足，而不是由于公共投资过度。究竟是地方财力不足，还是公共投资过度？这个问题的要害在于，如果地方政府债务激增主要是因地方财力不足所致，治理债务的关键就在于拓宽地方政府财政收入，包括进一步完善分税制财政体制改革；如果地方政府债务主要是因公共投资过度所致，那么关键就在于构建遏止地方政府过度投资的政策机制。

1994年的分税制改革对中央和地方相对财力确实具有根本性的影

响。1993年中央与地方之间的财政收入比为22：78，支出比为28：72；1994年中央与地方之间的财政支出比为30：70，与1993年相比变化不大，而财政收入的比例却变成了56：44。在此后10余年间，财政体制基本保持着这种“收入上移、支出下移”的大体格局。对于因分税制财政体制改革不完善所带来的宏观经济和金融生态环境影响，我们在此前发布的中国城市/地区金融生态环境评价报告中曾经进行过深入分析。但是在过去几年间，这种“收入上移、支出下移”的财政收支格局已经发生了显著变化。2008年，中央与地方的财政收入比为53：47，支出比为21：79；国家财政支出总额为62 593亿元，其中中央政府支出13 344亿元，地方政府支出49 248.5亿元。如果仍把地方政府债务激增的成因归结为中央与地方的收支划分“不合理”，似乎怎么也说不通。正如时红秀教授所言，我们可以假定把中央政府支出的13 344亿元财政资金也全部都转给地方政府来花，即便如此，地方政府的债台也不会比现在低多少。事实有目共睹：仅2009年一年新增的地方政府融资平台贷款就高达3.05万亿元，这其中还不包括通过信托产品和“城投债”等其他渠道举借的债务。由此可见，即便当前中央对地方的转移支付制度仍存在诸多不足，但因为中央与地方财政收入分配比例失衡导致地方财力紧张的说法也已经明显偏离事实。

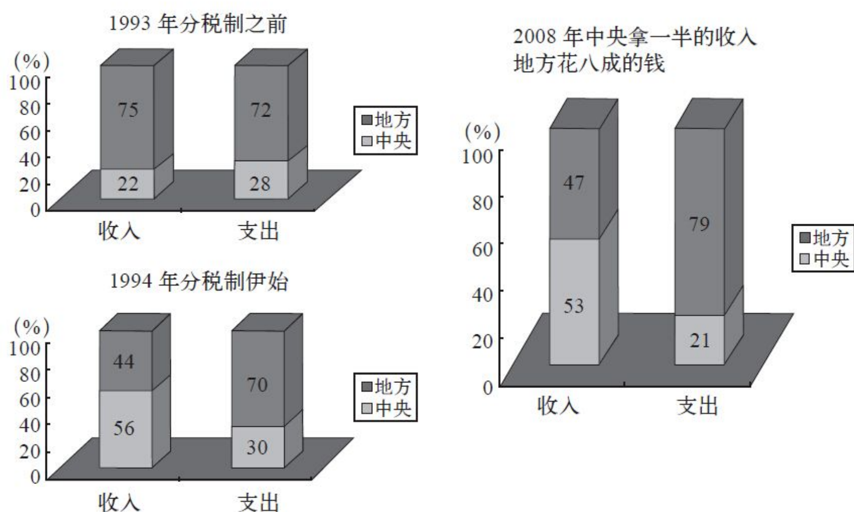


图 4–22　分税制改革以来中央与地方财政收支结构的对比状况

资料来源：中国财政部

地方政府也很难把过度投资的主要责任归咎到中央政府的4万亿元投资计划上去。有一种说法认为最近两年地方政府融资平台公司债务增长过快主要是为了完成中央投资项目的地方配套任务。但是有关部门的统计结果显示，自2008年第四季度以来，地方政府融资平台公司的举债资金大约只有10%左右真正用于解决中央提出的4万亿元投资计划中要求地方配套的资金，其余部分主要用于地方政府自行安排的建设项目。换句话说，2009年新增地方政府融资平台贷款3.05万亿元，截至2009年年底，真正用于为中央投资计划配套的资金只有3 000亿元！尤其值得注意的是，截至2010年6月，前四批扩大内需中央投资项目当中仍有442个项目尚未开工。那么剩下的27 000亿元新增融资平台贷款究竟都用于何处了呢？

通过几个简单的案例就可以看出，地方政府通过过度举债筹集资金对城市建设进行过度投资的过程尽管导致了比较严重的债务风险，但是不少地方的城市公共基础设施服务水平却并没有得到多大提升。例如，社会经济综合发展指数和县域经济基本竞争力分别位居全国第20位和第11位的浙江省余姚市曾经荣获中国2009年十大（县级）最具幸福感城市，但是就是在这样一个沿海发达城市，近20年来一直有多处海边大型

露天垃圾场堆放未经任何处理的垃圾，而余姚市生活垃圾焚烧发电项目据称要到2010年年底才有望建成投入使用。再看上海市松江区，一个按照50万人口规模设计的垃圾填埋场2001年开始投入运行，目前承担119万人口的生活垃圾处理，现在每天产生的渗滤液最高可达400吨，而渗滤液设计处理能力仅每天150吨；垃圾填埋场长期超负荷运行极大地影响了周边居民的生活环境。更为典型的是江苏省阜宁县，这是江苏苏北革命老区一个经济欠发达的贫困县，2009年城镇居民人均可支配收入12 080元，农民人均纯收入6 824元，在全省处于较低水平，地方财政一般预算收入在全省56个县市中排在第43位。但就是这样一个贫困县，不仅在2010年上海世博会前夕斥资数百万元打造了一座“山寨中国馆”，而且还投资5 000万元建了一座作为“重点民生项目”的公园，并在公园内修了一座“山寨悉尼歌剧院”！而在江苏阜宁前面，还有更多这样的案例，比如宁夏银川的“山寨天安门”、山西临汾的“山寨天坛”、山西蒲县的“山寨鸟巢”、安徽省阜阳市颍泉区政府的“山寨白宫”……

面对这些千奇百怪的“公共基础设施”建设案例，我们只能说，地方政府对公共基础设施建设进行过度投资看来还不是最可怕的，真正最可怕的是我们甚至都不知道这些花费巨资投资建设的项目究竟是不是应该被称为“公共基础设施”项目！即使撇开以上这些相对比较少见的堪称“无厘头式”的“形象工程”与“政绩工程”不谈，类似上海松江和浙江余姚这种更加具有普遍性的案例也充分表明，过去几年来各地政府在片面追求国内生产总值增长的政策导向下进行的大规模公共基础设施投资，在造成公共资本投资过度、地方财力不堪重负的局面的同时，却没有为缓解公益性基础设施匮乏的问题发挥应有的作用。

金融生态评价与市政债券评级可强化地方债务治理

以上有关地方政府融资平台债务状况及其举债动因的分析表明，尽管当前不少地方政府债务激增蕴涵较大的偿付风险，并且举债投资的建设项目也不一定完全符合优化社会福利的目标，但是举债资金主要是用于公共基础设施项目建设的资本性支出要求，而不是用于地方经常性服务项目支出，这是一个不争的事实。从公共财政角度看，基于公共基础设施项目建设资金需求与地方财政收入的期限结构差异，以及基础设施服务的成本与收益的代际分布特征等方面因素的考虑，地方政府通过对外举债融资为地方公共基础设施项目建设筹集资金也具有一定的内在合

理性。当前，通过单纯调整中央与地方之间的分税制财政体制并不能真正解决大规模公共基础设施建设的资金缺口，也难以形成有效的代际间成本分摊机制。考虑到城镇化是中国经济社会中长期发展战略的一个重要方面，而中国许多地方都面临城镇化所要求的公益性基础设施服务项目投入不足的问题，因此，我们预计地方政府举债进行公益性基础设施项目建设的趋势未来仍将延续。

中国当前面临的突出问题是，缺乏有效的手段来遏止地方政府进行过度举债和过度投资的持续冲动。尽管相关的法律法规禁止地方政府进行举债投资，但是由于金融业生存发展的外部金融生态环境不良以及地方政府主导经济运行等一系列深层次的原因，由商业银行主导的金融体系很难防范地方政府层出不穷的隐形干预。当前地方政府融资平台贷款激增的事实表明，试图通过单纯的商业银行内部体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标几乎是一项不可能完成的任务。地方政府通过组建各种名目的地方融资平台公司，能够以市场化的形式轻而易举地越过商业银行及其监管机构设置的各种信贷准入门槛。许多地方政府由于几乎总是能够有办法获取资金，因而在制定城市发展建设规划和公共资本投资计划时甚至根本不对资本预算设置实质性的约束目标，由此也往往导致经常性的公共投资过度问题。

进一步讲，当前因地方融资平台债务激增所导致的地方政府债务风险实际反映的是公共资本投融资体制存在的明显缺陷。地方融资平台债务的激增主要是由于地方政府对城市公共基础设施建设的投资失控所致。在现有的公共资本投融资体制下，地方政府对公共基础设施建设的融资需求难以得到合理满足。而当前地方融资平台债务激增的事实则表明，由于缺乏审慎的公共资本投资计划和严格的资本预算约束，地方政府总是试图随时把握机会利用所有可能的举债资源开启尽可能多的投资项目。我们认为，解决地方政府过度举债以及过度投资问题的根本出路在于，通过强化资本预算约束控制公共资本的投资进程，通过发展市政债券市场促进地方债务的显性化和地方财政的透明化，同时通过地区金融生态环境评价与市政债券信用评级规范地方政府的融资行为。

一、地方政府债务治理应着力于强化资本预算约束

从2009年下半年以来，有关地方政府融资平台债务的清理、整顿和

规范工作，已经开始纳入到决策层的议事议程。从见诸媒体的报道可以看出，相关政策行动之密集程度，甚为罕见。2009年10月21日，国务院常务会议指出，“要规范地方政府及其平台公司的举债和担保承诺行为”；2010年1月19日，温家宝总理在国务院第四次全体会议上提出，“尽快制定规范地方融资平台的措施，防范潜在财政风险”；2010年4月14日，国务院常务会议再次强调将“加强商业银行资本充足率管理和贷款跟踪检查，加强地方融资平台公司贷款风险管理”作为要重点抓好的工作之一；2010年5月26日，国务院常务会议部署加强地方政府融资平台公司管理；2010年6月10日，国务院下发“国发[2010]19号文件”《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》，对加强地方政府融资平台公司管理工作进行全面部署。

与此同时，各有关部门的监管行动也已经开始全面启动：2009年下半年，中国人民银行、发改委、银监会、审计署、国务院发展研究中心等部委多线深入，摸底地方政府融资平台借贷和发债的风险；在2010年1月5～6日举行的中国人民银行2010年度工作会议上，周小川行长提出“要合理评估和有效防范地方融资平台信用风险，加强贷款用途管理，防止变相使用银行贷款作为项目资本金”；2010年1月26日，在银监会召开的2010年第一次经济金融形势分析通报会上，刘明康主席提出，金融机构要“全面评估和有效防范地方融资平台风险，加强贷款跟踪检查”；2010年4月20日，银监会2010年第二次经济金融形势通报会再次强调各银行业金融机构要按照“逐包打开，逐笔核对，重新评估，整改保全”的要求切实做好地方政府融资平台贷款风险管控工作；2010年5月10日，中国人民银行发布的《2010年第一季度中国货币政策执行报告》将“加强对金融机构的风险提示，加强地方融资平台公司贷款风险管理”列为下一阶段的主要政策思路之一；2010年6月23日，国家审计署2009年度审计工作报告披露对地方政府性债务管理的审计情况，提出“部分地方政府偿债压力较大，存在一定的债务风险”；2010年7月30日，财政部、发改委、中国人民银行、银监会四部门联合发布《关于贯彻＜国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知＞相关事项的通知》，对“国发[2010]19号文件”进行细化和说明，并要求各地财政部门在10月31日之前上报对地方融资平台公司债务的清理核实情况；2010年9月17日，中国人民银行发布的《中国金融稳定报告（2010）》特别提及地方融资平台和地方债务问题，建议利用发行市政债券解决地方政府债务需求，提高地方政府债务和财务信息透明度，强化市场对地方政府信用的监督和约束。

当前相关监管部门正在按照“国发[2010]19号文件”的有关规定对地方政府融资平台贷款进行逐笔核实查对，要求从借款主体、担保主体、贷款管理等方面查找贷款存在的风险和问题，对不符合规定的项目进行清理整顿，并采取整改保全措施；同时要求对融资平台公司实施分类管理，规定只承担公益性项目融资任务并且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台将不得再从事融资业务；规定不得将学校、医院、公园等公益性资产作为资本注入地方融资平台；坚决制止地方政府违规担保承诺行为，规定地方政府在出资范围内对融资平台公司承担有限责任。从总体上看，这些规范性要求的出台既有利于规范对地方政府现有债务问题的治理，也有利于在一定程度上抑制地方政府继续过度举债的行为，从而起到缓解地方政府债务风险的作用。我们在前面的分析中已经指出，当前如果不采取此类坚决果断的处理措施，区域性的财政风险和金融风险或将难以避免。

但是从地方政府债务治理的长效机制建设角度考虑，除了通过对地方融资平台债务的清理整顿化解当前面临的地方政府债务风险之外，更为关键的一点是，需要进一步强化对地方政府的资本预算约束。地方政府几乎总是具有突破预算约束限制，扩大财政支出规模的强烈冲动。在2004~2007年中央政府进行宏观调控的过程中，针对地方政府项目投资居高不下的现象，人们议论最多的就是地方政府在“政绩驱动”之下“攀比国内生产总值增长”、“地方与中央进行政策博弈”的问题。有鉴于此，当时中央提出实行绿色国内生产总值核算（资源环境核算），并尝试将环境保护、民意调查、安全生产等指标纳入干部政绩考核体系，这些深化干部人事制度改革的举措无疑都是阻断政绩考核的利益驱动机制的必要举措。但值得注意的是，除了类似我们前面所列举的少数关于“形象工程”与“政绩工程”的极端案例之外，地方政府扩张公共投资的动力也可能并不仅仅只是源于“政绩驱动”。地方政府扩张公共投资规模的原因也可能就是为了加快推进本地区的城市化建设步伐，提升对本地区的公共基础设施服务能力，比如改善本地区的基础教育、医疗卫生或者生态环境状况。长期以来，由于从中央到地方都存在盲目追求国内生产总值增长的片面倾向，因此许多地方政府在把大量资金投入到经济建设领域的同时忽略了城市设施和环境建设等方面的需要，从而造成城市基础设施建设欠账过多的局面。我们前面列举的浙江余姚和上海松江的案例就是这方面的典型例证。而现阶段如果要想在短期内从根本上改善城市基础设施状况，就只能依靠大量负债。但是我们认为，冰冻三尺，非一日之寒。试图在短期内把长期的历史欠账全都补上，即使不考虑各地政府时不时冒出的“形象工程”、“政绩工程”等各种问题，这样的思路在实际中

也是不可行的。当前地方政府融资平台债务激增的事实表明，不管是从地方政府财力还是从全部的政府财力来看，现期的政府财力都不可能支撑规模如此庞大的资本支出需求。因此，当前如果试图真正有效控制地方政府债务，最主要的就是要强化对地方政府进行公共基础设施投资的资本预算约束，适度控制地方政府主导的城镇化发展进程。

强化公共基础设施建设投资的资本预算约束的核心要义在于，城市基础设施建设是一个长期持续的过程，在一个城市的基础设施建设达到一定的水平之前，通常都要求地方财政为此安排持续的资本性预算支出。也从一个侧面反映出这样一个特征。我们从该图中可以看到，即使是北京、上海等几个中国最为发达的城市，在经过多年巨额城市建设资金投入之后，其城市建设资金需求迄今仍然居高不下。有鉴于此，城市基础设施建设通常都需要在审慎设计的城市发展规划基础上有一个可持续的融资机制予以支撑方才可行。但是，当前中国许多地方的公共基础设施建设项目乃至城市发展总体规划，从规划论证到实施运行的各个环节都缺乏审慎的设计和广泛的公众参与，城市发展总体规划与地方财政预算严重脱节，绝大多数地方的城市发展总体规划当中甚至根本没有实质性的公共资本投资预算计划。由此导致城市基础设施的建设普遍缺乏系统性，往往是哪个具体项目得到资金就先上哪个，项目建设资金预算不足就继续追加预算。考虑到相关监管部门不会对在建工程采取强硬的清理整顿措施从而造成实质性的损失，当前最理想的城市建设模式就是用有限的资金在短期内启动尽可能多的建设项目。至于什么样的公共基础设施项目投建顺序最符合社会福利最大化目标，或者说如何从社会发展角度安排项目建设优先顺序的问题，则基本不在地方公共资本投资政策决策的议事范围之内。

通过以上分析不难看出，要建立针对地方政府债务问题的长效治理机制，仅仅从融资机制改革层面入手显然是远远不够的。毕竟，世界上几乎没有不缺钱的政府，而罗马也不是一天就能建成的。为此，治理地方政府债务问题的当务之急，是需要确立对地方政府公共资本投资的强有力的资本预算约束机制。在此基础上，才能谈得上建立可持续的地方政府融资机制或者有效控制地方政府债务规模的问题。

二、发展市政债券市场可促进地方政府债务透明化

在前面的讨论中我们曾经指出，地方融资平台可以说是地方政府为满足对外融资需求而采取的形式上看来更为市场化的融资模式创新。地方政府通过划拨土地、股权、规费等各种资产，并通过直接或间接的政府担保方式组建地方融资平台公司，其根本目标就在于为了从形式上满足金融机构设置的融资条件和监管部门规定的准入门槛，以便获取外部融资，进而能够将资金用于由当地政府主导的公共基础设施建设项目。地方政府采取组建地方融资平台公司这种变通手法进行对外举债比政府直接举债具有多方面的好处。首先，地方政府融资平台是独立的企业法人，符合向商业银行借贷的主体资格；其次，地方政府很容易通过财政拨款或注入土地、股权等各类资产的形式使地方融资平台达到政府投资项目资本金不低于30%的要求；最后，地方融资平台可以利用土地使用权甚至未来的财政补贴资金作为抵押申请商业银行贷款或者申请公开发行公司债券，而且还可以通过融资平台之间互相担保提高信用级别。

除此之外，更为重要的一点在于，地方融资平台公司能够以一种市场化的方式使得地方政府的债务隐形化。地方政府通过直接或者间接的担保措施利用地方融资平台公司进行融资，而不是直接进行借贷。从地方政府资产负债表的角度来看，这实际上相当于把原先的常规负债项目转变成为表外融资业务。换言之，原先的常规负债项目通过融资平台这个中间环节后已经变成了或有负债。尽管地方融资平台债务的最终信用主体是地方政府，其债务偿付能力也跟地方政府的财政状况密切相关，但是融资平台公司还具有形式上的独立性。通过这样一种方式处理之后，地方政府债务实际上就已经从账面上被隐形了！如果再经过地方融资平台之间的交叉担保等一系列看似商业化的运作环节之后，地方政府的或有债务在很多时候可能都不会被外界所关注。更加微妙的是，一旦某个融资平台公司发生了实质性风险，地方政府大可以撇清干系，以协调者的身份出来进行干预，同时通过创设新的融资平台换副“马甲”进入市场进行融资。由此，地方政府不仅可以绕开很多诸如不能列预算赤字、不能进行信贷担保之类的限制条款，而且还可以使监管当局对地方政府债务风险的监控变得更为困难。从这个角度来看，地方政府通过组建地方融资平台绕开限制其对外融资的体制与政策障碍的过程，同时也是一个将地方政府债务隐形化的过程。在地方政府融资平台的债务问题开始暴露并引起广泛关注之前，很大程度上正是由于它所造成的地方政府债务隐形化的趋势，再加上土地财政的支撑，才会使得地方政府的债务风险问题在过去几年间似乎看起来已经变得无足轻重，从而逐步淡出公众视线。

在2009年下半年地方政府融资平台的债务问题暴露之初，由于缺乏较为可靠的数据信息，各界对地方政府融资平台的债务规模没有一个准确的估计，诸多测算结果之间存在较大差异。不少国际投资银行机构和一些海外观察家也都根据各自掌握的信息对地方融资平台的债务规模进行了估测，其中有一些各界广泛关注和引用的估计结果在很大程度上夸大了真实情况，使得对现阶段中国地方政府债务风险的评估在一定程度上转向了对最近一轮经济刺激政策效果和经济回升质量的评价，甚至转向了对中国经济中长期发展前景的评判。2010年年初以来国际市场兴起的一些看空中国经济的言论和做空中国经济的投机行为，大抵与此有关。由此更不难看出地方政府债务模糊化和隐形化可能造成的严重危害。

无论是从强化地方政府公共基础设施建设的资本预算约束还是从确立地方政府债务的长效治理机制的角度来看，地方政府债务信息透明化都是一个最基本的立足点。地方政府债务隐形化可能造成的主要问题是投资者、金融机构和监管当局难以对债务规模及其偿付风险进行合理评估或有效监控，因而也就谈不上对可能引发的财政风险和金融风险进行预警，由此更容易造成地方政府过度举债的问题。同时，由于无法对地方政府的适度举债规模形成一个合理的判断，强化对地方政府公共投资计划的资本预算约束也将成为一句空话。从这个角度来看，当前由于地方政府融资平台所导致的地方政府债务隐形化趋势不仅跟地方政府债务治理的政策目标背道而驰，同时也不符合公共财政体制建设和投融资体制改革的发展方向。

“国发[2010]19号文件”要求对地方政府融资平台公司按照以下原则进行分类清理整顿：（1）对于只承担公益性项目融资任务并且主要依靠财政性资金偿还债务的融资平台公司，今后不得再承担融资任务，相关地方政府要在明确还债责任，落实还款措施后，对公司作出妥善处理；（2）对于承担上述公益性项目融资任务，同时还承担公益性项目建设、运营任务的融资平台公司，要在落实偿债责任和措施后剥离融资业务，不再保留融资平台职能；（3）对承担有稳定经营性收入的公益性项目融资任务并主要依靠自身收益偿还债务的融资平台公司，以及承担非公益性项目融资任务的融资平台公司，要按照《公司法》等相关法律的规定，充实公司资本金，完善治理结构，实现商业运作，同时也可通过引进民间投资等市场化途径，促进投资主体多元化，改善融资平台公司的股权结构。

我们认为，“国发〔2010〕19号文件”中提出的禁止地方政府融资平

台公司为主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目融资，并且要求对只承担此类公益性项目融资任务的融资平台公司进行清理处置的规定，对于切断地方财政跟融资平台公司之间的隐形债务关系而言非常必要；而要求具有稳定经营性收入的公益性项目及其融资平台公司完善治理结构实现商业化运作，并且推向市场引入民间资本的规定，也可谓拓宽公共基础设施建设资金来源的应时之举。但是从“国发[2010]19号文件”出台前后，以及财政部、发改委、中国人民银行、银监会等四部门关于贯彻“国发[2010]19号文件”相关事项的联合通知下发前后，相关部门与地方政府之间就清理整顿地方融资平台的具体实施细则展开的激烈博弈过程和相关文件规定最终作出的妥协结果来看，当前对地方融资平台的清理力度存在明显不足。

按照我们的理解，对地方融资平台以及地方政府债务的治理，除了前面提出的强化公共投资计划的资本预算约束之外，核心的一点就是要促进地方政府债务信息的透明化。为了实现这一目标，应该考虑采取以下几方面的政策措施：首先，经过清理整顿之后留存的地方融资平台公司应该真正确立独立的市场主体地位；为此，应该使其完全与地方政府脱钩，彻底改变原先以土地储备作为抵押支持的融资模式；同时要鼓励其通过引入民间资本促进投资主体多元化。其次，大力发展市政债券市场，对于具有稳定经营性收入的公益性项目，允许相关的地方融资平台公司通过发行收益债券进行融资，以发债项目未来收益作为偿债资金来源，此前发行的“城投债”今后可考虑转换为此类收益债券；对于主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目，允许地方政府发行一般责任债券进行融资，以地方财政收入作为偿债资金的来源。最后，地方政府应该把不具有真正独立地位的地方融资平台统一纳入地方财政预算，此类地方融资平台确实需要通过商业银行贷款进行融资的，应该在地方财政和债务信息进一步透明化的基础上，把银行贷款纳入地方政府总体债务规模当中，实行严格的限额管理，并纳入统一的征信系统。

三、金融生态评价与债信评级可规范地方政府融资

中国作为一个大国经济体，各地区之间的金融生态环境存在明显的地区差异。这种地区金融生态环境差异所导致的地区间金融风险差异会直接影响到各地区的融资可获得性和融资成本。从理论上可以对此作出充分的解释：如果各地区之间存在显著的金融风险差异，假设金融资源

在各个地区之间可以比较自由地流动，那么经过风险调整后的资金收益率在各地区之间就不会出现明显的差异；假若地区间的金融风险差异不能通过资金收益率的差异进行充分调整，那么金融资源就会从金融风险较高的地区向风险较低的地区流动。这是金融市场运行的基本逻辑。自20世纪80年代以来，金融学中大量相关理论和经验研究的结果进一步表明，内部控制和风险管理较为严格的金融机构会对投资资金的风险水平进行自我设限；换言之，对于风险较高的业务，即使投资资金的名义收益率较高，也可能会被主动放弃。我们通常所说的商业银行对借贷人的“惜贷”行为，就是由于商业银行为了控制风险而主动设限所产生的结果。值得注意的是，以上市场机制发挥作用的前提是金融机构必须拥有充分的信息能够对金融风险作出合理的评价。

我们在此前发布的金融生态环境评价报告中曾经指出，金融资源受地区金融风险差异影响从高风险地区向低风险地区集聚的趋势将形成一种市场推动力，促使各地区为吸引金融资源而改进金融生态环境，从而实现金融市场与地方政府之间的良性互动。通过构建和发展多层次的金融市场体系，通过强化商业银行的内部控制和风险管理，使得金融资源更为自由地在不同地区间流动，进而促使各地区能像改善当地投资环境一样，从法治环境、行政监管、金融发展、诚信体系建设等各方面入手，致力于改善当地的金融生态环境，这正是我们进行地区金融生态环境评价的根本目标。但是，自2008年下半年以来，商业银行地方政府融资平台贷款激增的事实表明，在当前地方政府主导区域经济运行的体制环境下，由于地方政府层出不穷的隐形干预，加上银行体系内部控制和风险管理方面存在不足，商业银行难以对此类信贷风险作出合理的评价。而作为地方融资平台最终信用主体的地方政府债务和财务信息不透明则是这其中的重要原因之一。这意味着，当前试图通过单纯的商业银行内部体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标几乎是一项不可能完成的任务。

地区金融生态环境评价能够有助于规范地方政府的举债融资行为。从地区金融生态环境评价的角度看，地方政府对金融体系的行政干预强弱是金融生态环境优劣的一个重要指标；从市场参与者是否诚信合法经营、财务信息是否透明等方面衡量的信用建设也会对金融生态环境造成重要影响；金融生态环境的优劣还进一步涉及相关法律法规和各项监管标准是否被严格执行的问题。当前一些地方政府融资平台存在的相互交叉担保、高估资产价值、投资项目重复建设、偿付能力不足等问题，都会直接影响到当地的金融生态环境指标。随着现阶段对地方融资平台清

理整顿工作的全面铺开，这些问题都可能会对各地区的后续融资造成影响。这些问题也可能会影响到地方政府用其他方式进行举债融资的成本，包括中央代地方发行债券、地方平台发行“城投债”或信托产品，投资者将如何对这些投资工具进行风险及价值评估，这些实际上都跟对地区金融生态环境的评价有关。由于各地的金融生态环境存在较大差异，投资者对不同地方发行的融资工具的价值评估各有不同，因此不同地方发行的融资工具在信用评级和融资成本方面都将出现明显差别。

我们认为，既然地方政府举债融资的行为具有一定的必然性，因此现阶段的重点就是为地方政府融资找到一种对经济社会整体发展而言最不坏的制度安排。地方政府通过组建地方融资平台绕开有关限制其对外融资的体制与政策障碍的过程，实际上也是一个把地方政府债务转换成表外融资业务从而实现地方债务隐形化的过程。不管地方政府融资平台是直接通过商业银行贷款、还是通过发行“城投债”或者发行信托产品进行融资，只要地方融资平台的债务没有被统一纳入到地方财政预算当中，这种由于多本账或者账外账所造成的地方政府债务和财务信息不透明，以及由此导致的不良影响就很难消除。我们前面提出的以发展市政债券市场为核心的三点政策改革建议，核心的一点就是促进对地方财政预算的规范管理，提升地方政府债务和财务信息的透明度。这些改革能够在很大程度上改善地区金融生态环境；同时地区金融生态环境评价的方法也比较容易应用于市政债券信用评级。

地区金融生态环境评价的工作也将有助于缓解市政债券市场上可能会碰到的“新官不理旧账”问题。我们认为，“新官不理旧账”的问题对市政债券将会比对目前发行的“城投债”要好一些。由于地方政府跟地方融资平台在形式上具有明显的独立性，因此一旦某个融资平台公司发生实质性风险，地方政府大可以撇清干系，以协调者的身份出来进行干预，同时通过创设新的融资平台换副“马甲”继续进入市场进行融资。实际上，考虑到如果今后不同的融资平台公司每年连续有“城投债”发行的话，当前采取的“城投债”3年期限以保证本届政府在任内还款的措施基本也是形同虚设。由于发行市政债券的过程中不存在这种因地方政府多重身份可能造成的问题，其约束力度明显要高于“城投债”。另外，通过对地区金融生态环境和地方政府信用状况进行连续评价以及对市政债券信用进行连续评级，可以形成相对比较有效的约束机制；如果有“新官不理旧账”的迹象，信用评级大幅下调产生的影响无疑将会严重损害该地区的后续融资能力。这就意味着地方政府必须通过加强当地的金融生态环境建设，争取获得投资者的信任，才能确保以较低的成本成功获取融资；

同时也会促使地方政府强化资本预算约束，避免发生严重的公共资本投资过度的问题。

结论与政策建议

自2008年年底以来，在地方政府融资平台贷款总体规模急剧膨胀的同时，不同地区的地方融资平台贷款集中度以及由此导致的偿付风险均存在明显的地区差异。这意味着，在评估地方政府融资平台贷款偿付风险时不仅需要注意地方融资平台的总体债务状况，还需要对各地区融资平台贷款的差异状况予以高度关注。

根据中金公司研究报告，截至2009年年末，地方政府融资平台负债总额约为9.76万亿元，其中金融机构地方政府融资平台贷款（不含票据融资）余额约7.2万亿元，约占一般贷款余额的20.4%，贷款余额同比增长70.4%，高出同期一般贷款余额增速36.5个百分点；2009年全年金融机构新增融资平台贷款约3.05万亿元，约占全部新增一般贷款的34.5%，其中新增融资平台项目贷款约2.34万亿元，约占当年全部新增融资平台贷款的76.8%。在当前的经济金融形势下，我们预计，地方融资平台贷款余额到2010年年末将有可能上升到9万亿～10万亿元，而到2011年年末则可能达到接近11万亿元的规模。

2009年年末地方融资平台贷款余额占当年国内生产总值的比重约为21.7%；作为参照，截至2009年年末，国债余额限额为6.27万亿元，国债余额实际数约为6.02万亿元，占当年国内生产总值的比重分别约为18.4%和17.7%，分别比地方政府融资平台贷款余额占比低3.3和4个百分点。如果把地方政府融资平台贷款余额跟国债实际余额以及2009年共计9 500亿元的财政赤字（扣除通过发行国债融资的部分）合在一起计算，政府显性债务总额占国内生产总值的比重约为42%；如果按照地方政府融资平台负债总额来计算，政府显性债务总额占国内生产总值的比重则为49%。整体政府债务风险尚且可以控制。

从地区层面上看，地方政府融资平台贷款的风险隐患主要在以下几方面：一、不同地区融资平台贷款的规模和增速存在显著差异；二、按照不同监管指标阈值测算的各地区融资平台超额贷款规模差异极为显著；三、不同地区政府融资平台贷款债务率和债务依存度存在较大差别，并且从省一级到市一级越往下差别越大；四、地方政府融资平台贷款偿还高度依赖房地产相关的财政收入，而且融资平台贷款与房地产相

关财政收入的地区分布不匹配的情况比较严重；五、地方政府融资平台运行中存在资产质量良莠不齐、资产评估价值高估以及债权保全措施薄弱等诸多不规范行为。

地方政府融资平台贷款激增使商业银行面临的信贷风险剧增。尽管经过过去几年的改革和发展商业银行的内部控制和风险管理已经逐步得到强化，但是在当前地方政府能够主导区域经济运行的体制环境下，金融机构很难防范地方政府的隐形干预。统计数据表明，当前国有商业银行和股份制商业银行已经超越国家开发银行成为地方融资平台最主要的资金提供者。这说明当前试图通过单纯的商业银行内部体系改革来达到遏制地方政府过度举债行为的目标是一项非常艰巨的任务。地方政府通过组建地方融资平台绕开有关对外融资的体制与政策障碍的过程，同时也是一个地方政府债务隐形化的过程。这种趋势使得监管当局对地方政府债务风险的监控变得更为困难，由此更容易造成地方政府过度举债的问题。

由于当前地方融资平台债务主要是用于公共基础设施项目建设的资本性支出，而不是用于地方经常性服务项目支出，基于公共基础设施项目建设资金需求与地方财政收入的期限结构差异以及基础设施服务的成本与收益的代际分布特征两方面因素考虑，地方政府通过对外举债融资为基础设施项目建设筹集资金具有内在的合理性。地方政府过度举债主要是由于对公共基础设施建设的投资失控所致。中国当前面临的突出问题在于，缺乏有效的手段遏止地方政府进行过度举债和过度投资的持续冲动。由于地方政府几乎总能够通过层出不穷的融资模式“创新”绕开各种市场准入门槛获取融资，绝大多数地方的城市发展总体规划当中甚至没有实质性的公共资本投资预算计划。因此，当前要建立针对地方政府债务问题的长效治理机制，仅仅从融资机制改革层面入手还远远不够；当前需要进一步强化公共基础设施建设投资的资本预算约束，同时需要为城市建设构建可持续的融资机制，为地方政府融资找到一种对经济社会整体发展而言最不坏的制度安排。

地方政府通过组建地方融资平台所导致的地方政府债务隐形化趋势，不仅跟地方政府债务治理的目标背道而驰，同时也不符合公共财政体制建设的发展方向。不管地方政府融资平台是直接通过商业银行贷款，还是通过发行城投债券或者发行信托产品进行融资，只要地方融资平台的债务没有被统一纳入到地方财政预算当中，这种由于多本账或者账外账所造成的地方政府债务和财务信息不透明以及由此导致的不良影响就很难消除。为此，我们建议：

首先，经过现阶段清理整顿之后的地方融资平台公司应该真正确立独立的市场主体地位，完全与地方政府脱钩，彻底改变原先以土地储备作为抵押支持的融资模式；

其次，大力发展市政债券市场，对于具有稳定经营性收入的公益性项目，允许相关的地方融资平台公司通过发行收益债券进行融资，以发债项目未来收益作为偿债资金来源，此前发行的“城投债”今后可考虑转换为此类收益债券；对于主要依靠财政性资金偿还债务的公益性项目，允许地方政府发行一般责任债券进行融资，以地方财政收入作为偿债资金的来源；

再次，地方政府应该把不具有真正独立地位的地方融资平台统一纳入地方财政预算，此类地方融资平台确实需要通过商业银行贷款进行融资的，应该在地方财政和债务信息进一步透明化的基础上，把银行贷款纳入地方政府总体债务规模当中，实行严格的限额管理，并纳入统一的征信系统；

最后，通过对地区金融生态环境和地方政府信用状况进行连续评价，以及对市政债券信用状况进行连续评级，利用公开市场投资者“以脚投票”的压力，强化对地方政府的债务约束。

（**2010年10月**）

1 “欧猪五国”，即葡萄牙、意大利、爱尔兰、希腊和西班牙。——编者注

2 “两房”，指美国房地美与房利美两家联邦住房贷款抵押融资公司。——编者注

3 “巴拉萨—萨缪尔森效应”，指在经济增长率越高的国家，工资的实际增长率也较高，实际汇率的上升也越快的现象。 ——编者注

4 “刘易斯拐点”，即劳动力过剩向短缺的转折点。指在工业化过程中，随着农村富余劳动力向非农产业逐步转移，农村富余劳动力逐渐减少，以至枯竭。——编者注

5 “非公36条”，即《国务院关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》。——编者注

6 “新 36条”，即 2010年5月13日颁布的《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》。——编者注

7 此报告合作者：中国社会科学院沈可挺博士。

8 中金公司研究报告《虽有远虑，尚无近忧—地方政府融资平台贷款风险可控》，2010年3月10日。

9 中金公司研究报告《虽有远虑，尚无近忧 —地方政府融资平台货款风险可控》，2010年 3月 10日。该报告披露的关于地方政府融资平台的相关数据与随后监管部门披露的有关数据（银监会披露2009年年末，广义口径统计的融资平台余额为7.38万亿元）相当一致，我们推断中金公司的资料应该取自监管部门2009年年末根据广义统计口径进行的专项调查结果的同一口径。

10 岳阳城建可以说是地方政府向融资平台公司注入此类实物资产的一个典型案例。2009年5月6日，中央国债登记结算有限公司对正处于发行阶段的岳阳城建公司债券“09岳城建债”暂停估值，引起市场各界高度关注。募集资金规模为 10亿元的“09岳城建债”期限为6年，从2009年4月30日开始发行，5月11日募集截止，发行利率为5.88%。根据“09岳城建债”募集说明书中披露的公开信息，岳阳城建总资产规模从2005年的36.36亿元迅速增长至2008年年底的73.7亿元，负债规模从22.67亿元增长到42.49亿元。尽管在此期间主营业务收入在 1.79亿~5.67亿元之间剧烈波动，而净利润却基本稳定在2亿~3亿元的水平。岳阳城建最主要的资产是其下属的两家全资子公司，一是岳阳市

城市建设投资管理中心，二是岳阳市君山公园，这两者原先分别是岳阳市财政局和旅游局下属的事业单位。岳阳城建的主要收入来源于岳阳市城市建设投资管理中心的土地储备。2003年，岳阳市政府曾经发函表明将城市建设投资管理中心划为岳阳城建的下设机构，实施授权管理。但是直至2008年年底，岳阳市财政局网站发布的公开信息显示城市建设投资管理中心仍属于该局的下属机构，由此引发市场对岳阳城建的资产结构和财务数据真实性的广泛质疑，进而使得中央国债登记结算公司宣告对“09岳城建债”暂停估值。

11 这样的案例并不罕见。例如，2008年12月10日重庆市交通委员会和财政局联合下发的《重庆市交通委员会、重庆市财政局关于将高速公路软贷款及信托资金转为国家项目资本金的批复》的文件指出：为了降低重庆高速公路发展有限公司高速公路建设项目的负债率，使其逐步达到国家规定的交通基础设施项目资本金要求，根据《重庆市人民政府关于高速公路建设有关问题的会议纪要》的相关规定，同意将重庆高速公路发展有限公司的国家开发银行软贷款及北京国际信托有限公司信托资金共计61.032亿元全部转为对该公司高速公路项目的拨款，从2009年1月1日起债务本息由市交通委员会与市财政局共同承担，通过交通专项建设资金及营业税资金收入予以偿还。

12 常德城投和邵阳城投是地方政府通过对平台公司进行财政补贴使其扭亏为盈进而达到公司债券发行门槛的典型案例。2010年8月27日，邵阳城投集团10亿公司债券“10邵阳城投债”募集工作正式启动；9月1日，常德城投集团15亿公司债券“10常德城投债”募集工作随之开始启动。“10常德城投债”募集说明书披露的相关信息显示，常德城投集团2009年、2008年、2007年实现的营业收入分别为230万元、612万元、2 051万元，营业利润分别为亏损2.57亿元、亏损1.77亿元、亏损1.46亿元，投资收益分别为1.84亿元、1.69亿元、1.42亿元，获得的财政补贴收入分别为2.34亿元、1.65亿元、2.18亿元，净利润分别为 1.2亿元、1.18亿元、1.43亿元。邵阳城投的情况与常德城投非常类似，公开资料显示，该公司近三年的营业收入占其总负债之比分别为3.8%、5.9%和5.8%，财政补贴收入占净利润之比分别高达147%、103%和131%。

13 通过分析“08 长兴债”、“09 渝地产债”、“09 余杭城建债”等其他几家发行城投债的平台公司财务报表不难发现，这几家公司的净资产中将近1/2 甚至2/3 的部分也均为无形资产评估价值，并且在这些无形资产当中土地使用权通常都是最为普遍和最为核心的内容。我们在各地调查中得出的一个深刻体会是：如果没有“08 长兴债”、“09 渝水投债”、“09 渝地产债”、“09 余杭城建债”、“09 岳城建债”、“10 邵阳

城投债”、“10 常德城投债”等城投类融资平台公司债券募集说明书中披露的相关信息，我们对地方融资平台运作中存在的这些问题肯定不会了解得这么清楚。无论是根据我们的调查还是其他各界披露的相关资料信息，从中得出的结论都非常一致，那就是：类似“08 长兴债”、“09 渝水投债”、“09 渝地产债”或者“09 余杭城建债”的情况绝非个案；而且有些地方融资平台公司的不规范操作问题甚至要比以上案例描述的情况更为严重。

14 例如，大公国际在为重庆水投集团出具的2008 年度公司债券信用评级报告中提到，截至2007 年年底重庆水投累计办理土地储备证2.8 万亩，评估2.58 万亩，评估入账31.8 亿元。但是重庆水投集团只提供了2005~2007 年的三张财务报表，没有提供财务报表附注，大公国际的评级报告也没有对这些土地储备的具体处所及其价值评估方法加以详细说明。联合资信在为嘉兴高投出具的2009 年度公司债券信用评级报告中提到，截至2008 年年底，嘉兴高投的存货价值66.85 亿元，其中储备土地66.83 亿元；储备土地当中最主要的是原国营运河农场5 770 亩农地,评估价值53.80 亿元；土地价值具体如何评估我们完全不得而知。